

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail [bibfea@usp.br](mailto:bibfea@usp.br) para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE DA POLÍTICA FISCAL ATRAVÉS DA  
HISTÓRIA: UM EXERCÍCIO DE CLIMETRIA DE DOM PEDRO I A LULA**

**Ulisses Monteiro Ruiz de Gamboa  
Orientador: Profa. Dra. Vera Lúcia Fava**

**SÃO PAULO  
2006**

Profa. Dra. Suely Vilela  
Reitora da Universidade de São Paulo

Profa. Dra. Maria Tereza Leme Fleury  
Diretora da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Joaquim José Martins Guilhoto  
Chefe do Departamento de Economia

Profa. Dra. Vera Lúcia Fava  
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Economia



**ULISSES MONTEIRO RUIZ DE GAMBOA**

**DEDALUS - Acervo - FEA**



20600029545



Powered by Ri:ProStar - www.fcprocess.com.br

**ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE DA POLÍTICA FISCAL  
BRASILEIRA ATRAVÉS DA HISTÓRIA:  
UM EXERCÍCIO DE CLIOMETRIA DE DOM PEDRO I A LULA**

Tese apresentada ao Departamento de  
Economia da Faculdade de Economia,  
Administração e Contabilidade da  
Universidade de São Paulo como  
requisito para a obtenção do Título de  
Doutor em Economia.

Orientador: Profa. Dra. Vera Lúcia  
Fava

**SÃO PAULO**

**2006**

Tese defendida e aprovada, em 08.05.2006, no Programa de Pós-Graduação em Economia, pela seguinte comissão julgadora:

Profª Drª Vera Lúcia Fava

Prof. Dr. Denisard Cnéio de Oliveira Alves

Profª Drª Fabiana Fontes Rocha

Prof. Dr. Gustavo Jorge Laboissière Loyola

Prof. Dr. Paulo Roberto Arvate

## FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Ruiz de Gamboa, Ulisses Monteiro

Análise da sustentabilidade da política fiscal brasileira através da história : um exercício de cliometria de Dom Pedro I a Lula / Ulisses Monteiro Ruiz de Gamboa . -- São Paulo, 2006.

141 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2006

Bibliografia

1. Finanças públicas 2. História econômica 3. Análise de séries temporais I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 336

Ao meu filho amado, José Maria,  
luz e estrela da minha vida,  
um pedaço do Brasil que tanto amamos

## AGRADECIMENTOS

Foram muitas as pessoas que possibilitaram a realização desse trabalho, nesse difícil percurso de “solidão acadêmica”. Em primeiro lugar, quero agradecer a minha orientadora, Profa. Dra. Vera Lúcia Fava, por sua dedicação, apoio, compreensão e eficiente orientação. Sua ajuda e constante alento foram uma luz que me guiou em todo o processo. Também gostaria de agradecer à Profa. Dra. Fabiana Rocha por haver despertado em mim o interesse pela questão da sustentabilidade e por toda a ajuda e valiosos comentários, que me permitiram melhorar consideravelmente o trabalho. Tenho outra dívida de gratidão com o Prof. Dr. Denisard Alves, que também esteve sempre do meu lado, acreditando em mim e concedendo-me seu tempo, seus livros e seus softwares, com enorme generosidade. Outra pessoa cujo apoio foi uma peça fundamental foi o Prof. Dr. Marco Antônio Sandoval de Vasconcellos, um verdadeiro mestre e um amigo como poucos, sempre disposto a escutar-me e debater inúmeras questões que surgiram ao longo da realização da tese. Também gostaria de agradecer todo o apoio que recebi de minha querida amiga e colega, Roseli da Silva, que sempre mostrou boa disposição para escutar o avanço do meu trabalho, dando-me sugestões valiosíssimas, tanto no campo macroeconômico, quanto no campo da econometria. Não poderia deixar de mencionar a grande ajuda que recebi do meu amigo e colega Vladimir Maciel, que foi um verdadeiro orientador no campo da história econômica brasileira, fornecendo-me grande parte do material bibliográfico. Evidentemente, também sempre contei com o apoio dos meus pais, a quem devo, além da vida, todo o amor e carinho que me servem de esteio. Outra pessoa fundamental foi Valéria Lourenção, que sempre demonstrou compreensão, paciência e eficiência. Agradeço os comentários de José Caio Racy, Paulo Scarano, Paulo Dutra, Gabriel Marchesini, Luis Renato Lima, Walter Enders, Marcelo Fernandes, Andrei Simonassi, Gustavo Loyola, Fernando Ribeiro, Mônica Kuwahara, Paulo Arvate e Rodrigo Prando.

“O Imperador – Nada disso pode tirar-nos do apuro em que nos encontramos...Falta dinheiro e o que importa é achá-lo.

O Chanceler - ...(lê): “Se participa ao que queira sabê-lo, que vale este papel mil coroas; foram dados como garantia certa um grande número de bens que desapareceram debaixo do solo do Império. Estão sendo adotadas todas as medidas para que esse rico tesouro, uma vez reconquistado, sirva para a extinção do crédito.

Mefistófeles – É tão cômodo que semelhante papel possa suprir o ouro e as pérolas!...Se quer moeda? Basta trocá-lo e procurar; e se falta metal, cava-se por algum tempo a terra; empenham-se as jóias, e aqui temos o papel amortizado...já verás como de agora em diante não faltarão nos estados do Imperador papel, ouro e jóias.”

*Fausto*  
*Goethe (1808)*

## **RESUMO**

O presente trabalho testa a sustentabilidade da política fiscal brasileira através de sua história como Nação independente (1823-2004), utilizando testes de cointegração. Devido a que a amostra cobre um período muito amplo, marcado por grandes mudanças políticas, econômicas e institucionais, foram realizados testes recursivos para testar a constância do posto de cointegração. Inicialmente, o modelo tradicional de restrição orçamentária intertemporal (Modelo da Equivalência Ricardiana) foi suposto para testar a cointegração entre gasto público e arrecadação fiscal. Contudo, a presença de constantes situações de default e renegociações da dívida pública interna e externa, ao longo do período republicano, sugere um modelo alternativo, no qual a sustentabilidade da política fiscal é alcançada à partir do “repúdio à dívida” (Modelo da “Nova Equivalência Ricardiana”). Os testes de cointegração baseados nesse modelo alternativo incluem dummies para cada período de default ou renegociação da dívida pública (“dummies de default”). Como conclusão, poder-se-ia postular que a política fiscal implementada no Brasil durante quase toda sua história como Nação independente, oscila entre períodos de autêntica sustentabilidade (Brasil-Império) e momentos em que a sustentabilidade fiscal foi alcançada a partir do default ou renegociação da dívida (período republicano de 1889 a 1943 e de 1965 a 1993) ou utilizando senhoriagem (período republicano de 1944 a 1982).

## **ABSTRACT**

This work tests the sustainability of the Brazilian fiscal policy throughout its history as an independent nation (1823-2004) by the use of cointegration tests. Since the sample period covers a historical period highlighted by a great deal of political, economic and institutional shifts, recursive tests have also been carried out in order to evaluate the constancy of the cointegrating rank. Initially, the traditional intertemporal budget model (Ricardian Equivalence model) has been supposed, and thus testing the cointegration of government expenditures and revenues. However, the presence of consecutive default or debt restructuring situations concerning the internal and external public debt, throughout its republican period, suggests an alternative model, in which the sustainability of fiscal policy is achieved by "debt repudiation" ("New Ricardian Equivalence" model). The cointegration tests based on such an alternative model have included dummies for each default or renegotiation period of the public debt ("default dummies"). As a conclusion, one might postulate that the fiscal policy implemented in Brazil during almost all its history as an independent nation, oscillated between authentic sustainability periods (Imperial period) and moments when fiscal sustainability was achieved through debt default or renegotiation (republican period from 1889 to 1943 and from 1983 to 1993) or seigniorage revenues (republican period from 1944 to 1982).

# ÍNDICE

ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	2
ÍNDICE DE TABELAS .....	3
1. <i>Introdução</i> .....	4
2.1. <i>Introdução</i> .....	7
2.2. <i>Modelo Macroeconômico</i> .....	11
2.2.1. <i>Modelo de Equivalência Ricardiana</i> .....	11
2.2.2. <i>Modelo da “Nova Equivalência Ricardiana”</i> .....	14
3. <i>Metodologia Econométrica Para Avaliar a Sustentabilidade Fiscal</i> .....	16
3.1. <i>Testes de Raiz Unitária</i> .....	16
3.2. <i>Testes de Cointegração</i> .....	17
3.2.1. <i>Metodologia de Johansen</i> .....	18
3.2.2. <i>Cointegração com Quebras Estruturais</i> .....	20
4. <i>Evidência Empírica da Sustentabilidade Fiscal</i> .....	26
4.1. <i>Evidência Internacional</i> .....	26
4.2. <i>Evidência Para o Caso Brasileiro</i> .....	29
5. <i>Análise Histórica da Sustentabilidade da Política Fiscal Brasileira</i> .....	33
5.1. <i>Brasil-Império (1822-1889)</i> .....	33
5.1.1. <i>Introdução e Aspectos Institucionais</i> .....	33
5.1.2. <i>Arrecadação Fiscal</i> .....	37
5.1.3. <i>Gasto Público</i> .....	51
5.1.4. <i>Dívida Pública</i> .....	56
5.2. <i>Período Republicano (1890-2004)</i> .....	67
5.2.1. <i>Introdução e Aspectos Institucionais</i> .....	67
5.2.2. <i>Arrecadação Fiscal</i> .....	69
5.2.3. <i>Gasto Público</i> .....	92
5.2.4. <i>Dívida Pública</i> .....	108
6. <i>Resultados Empíricos</i> .....	111
6.1. <i>Dados Utilizados</i> .....	111
6.2. <i>Testes de Cointegração Para o Modelo da Equivalência Ricardiana</i> .....	115
6.2.1. <i>Sustentabilidade Sem Senhoriagem Para a Amostra Completa: 1823-2004</i> 118	
6.2.2. <i>Sustentabilidade Com Senhoriagem Para a Amostra Completa : 1823-2004</i> 123	
6.2.3. <i>Sustentabilidade Sem Senhoriagem Para o Império: 1823-1889</i> .....	127
6.2.4. <i>Sustentabilidade Com Senhoriagem Para a República:1889-2004</i> .....	128
6.3. <i>Testes de Cointegração Para o Modelo da Nova Equivalência Ricardiana</i> 130	
7. <i>Conclusões</i> .....	134
REFERÊNCIAS .....	135

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO1 -EVOLUÇÃO DA RAZÃO DÍVIDA PÚBLICA - PIB: 1994-2004 (%)	4
GRÁFICO 2 -EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DOS DIREITOS DE IMPORTAÇÃO E EXPORTAÇÃO SOBRE AS RECEITAS TRIBUTÁRIAS ORDINÁRIAS: 1823 - 1839 (%)	40
GRÁFICO 3 - EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DOS DIREITOS DE IMPORTAÇÃO E EXPORTAÇÃO SOBRE AS RECEITAS TRIBUTÁRIAS ORDINÁRIAS: 1840-1889 (%)	43
GRÁFICO 4 - PROBABILIDADE IMPLÍCITA DE DEFAULT DA DÍVIDA PÚBLICA EXTERNA BRASILEIRA: 1824-1889 (%)	64
GRÁFICO 5 - PARTICIPAÇÃO DOS IMPOSTOS SOBRE IMPORTAÇÕES E DE CONSUMO SOBRE AS RECEITAS TOTAIS DA UNIÃO: 1890-1930 (%)	70
GRÁFICO 6 - PARTICIPAÇÃO DA TRIBUTAÇÃO DIRETA E INDIRETA SOBRE A ARRECADAÇÃO DAS TRÊS ESFERAS DE GOVERNO: 1900-2003 (%)	75
GRÁFICO 7 - EVOLUÇÃO DA CARGA TRIBUTÁRIA BRASILEIRA: 1900-2004 (%)	76
GRÁFICO 8 - EVOLUÇÃO DA SENHORIAGEM REAL ARRECADA: 1889-1945 (R\$ Milhares de 2004)	82
GRÁFICO 9 - EVOLUÇÃO DA SENHORIAGEM REAL ARRECADA: 1946-2004	92
GRÁFICO 10 - EVOLUÇÃO DAS PARTICIPAÇÕES DAS DESPESAS DE CONSUMO, DÍVIDA PÚBLICA E FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL: 1890-1930 (%)	97
GRÁFICO 11 - EVOLUÇÃO DAS PARTICIPAÇÕES DAS DESPESAS DE CONSUMO, DÍVIDA PÚBLICA E FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL: 1931-1945 (%)	99
GRÁFICO 12 - EVOLUÇÃO DO GASTO PÚBLICO REAL: 1889-1945	100
GRÁFICO 13 - EVOLUÇÃO DO GASTO PÚBLICO REAL: 1946-2004	108
GRÁFICO 14 - GASTO PÚBLICO TOTAL REAL	112
GRÁFICO 15 - ARRECADAÇÃO FISCAL TOTAL REAL	113
GRÁFICO 16 - ARRECADAÇÃO FISCAL TOTAL REAL COM SENHORIAGEM	113
GRÁFICO 17 - LOGARITMO NATURAL DO GASTO PÚBLICO TOTAL REAL	114
GRÁFICO 18 - LOGARITMO NATURAL DA ARRECADAÇÃO FISCAL TOTAL REAL	115
GRÁFICO 19 - LOGARITMO NATURAL DA ARRECADAÇÃO FISCAL TOTAL REAL COM SENHORIAGEM - (R\$ de 2004)	115
GRÁFICO 20 - DÉFICIT TOTAL REAL (DEF): 1823-2004	116
GRÁFICO 21 - DÉFICIT TOTAL REAL COM SENHORIAGEM (DEFS): 1823-2004	117
GRÁFICO 22 - TESTE DE ESTABILIDADE DO POSTO DE COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS E LTRIB - MODELO R	120
GRÁFICO 23 - TESTE DE ESTABILIDADE DO POSTO DE COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPIB E LTRIBPIB - MODELO R	122
GRÁFICO 24 - TESTE DE ESTABILIDADE DO POSTO DE COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPOP E LTRIBPOP-MODELO R	122
GRÁFICO 25 - TESTE DE ESTABILIDADE DO POSTO DE COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS E LTINFL- MODELO R	124

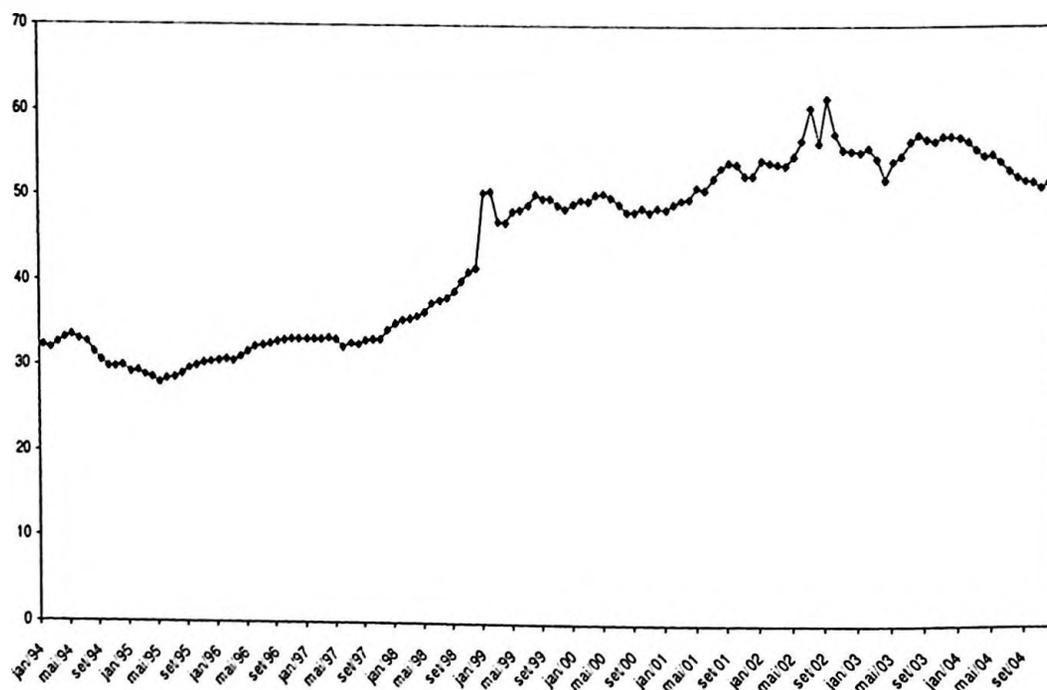
# ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - PARTICIPAÇÕES MÉDIAS DOS TRIBUTOS SOBRE A ARRECADAÇÃO FISCAL ORDINÁRIA DURANTE O PERÍODO 1823-1839 (%)	39
Tabela 2 - PARTICIPAÇÕES MÉDIAS DOS TRIBUTOS SOBRE A ARRECADAÇÃO FISCAL ORDINÁRIA DURANTE O SEGUNDO REINADO (1840-1889) - (%)	42
Tabela 3 - PARTICIPAÇÃO DA SENHORIAGEM NA ARRECADAÇÃO FISCAL TOTAL: PERÍODO 1823-1839 (%)	48
Tabela 4 - PARTICIPAÇÃO DA SENHORIAGEM NA ARRECADAÇÃO FISCAL TOTAL: SEGUNDO REINADO (1840-1889) (%)	50
Tabela 5 - DISTRIBUIÇÃO MÉDIA DO GASTO PÚBLICO TOTAL EM TERMOS DOS PRINCIPAIS MINISTÉRIOS: PERÍODO DA REGÊNCIA (1823-1839) (%)	53
Tabela 6 - DISTRIBUIÇÃO MÉDIA DO GASTO PÚBLICO TOTAL EM TERMOS DOS PRINCIPAIS MINISTÉRIOS: SEGUNDO REINADO (1840-1889) (%)	55
Tabela 7 - EMPRÉSTIMOS EXTERNOS CONTRAÍDOS DURANTE O IMPÉRIO	59
Tabela 8 - PARTICIPAÇÃO DO IMPOSTO DE RENDA NA ARRECADAÇÃO FISCAL DA UNIÃO: 1924-1945 (%)	71
Tabela 9 - TESTE DE RAIZ UNITÁRIA COM QUEBRA EM 1994 PARA DEF	118
Tabela 10 - TESTE DE RAIZ UNITÁRIA COM QUEBRA EM 1994 PARA DEFS	118
Tabela 11 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB: 1823-2004	120
Tabela 12 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPIB, LTRIBPIB: 1823-2004	121
Tabela 13 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPOP, LTRIBPOP: 1823-2004	122
Tabela 14 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTINFL: 1823-2004	124
Tabela 15 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPIB, LTINFLPIB: 1823-2004	125
Tabela 16 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPOP, LTINFLPOP: 1823-2004	126
Tabela 17 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB: PERÍODO DO IMPÉRIO	127
Tabela 18 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB: PERÍODO REPUBLICANO COMPLETO	129
Tabela 19 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPIB, LTRIBPIB: PERÍODO REPUBLICANO COMPLETO	129
Tabela 20 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPOP, LTRIBPOP: PERÍODO REPUBLICANO COMPLETO	129
Tabela 21 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB: REPÚBLICA VELHA	129
Tabela 22 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB: REPÚBLICA NOVA	129
Tabela 23 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB COM "DUMMIES DE DEFAULT": PERÍODO REPUBLICANO COMPLETO	131
Tabela 24 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTINFL COM "DUMMIES DE DEFAULT": PERÍODO REPUBLICANO COMPLETO	132
Tabela 25 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB PARA PERÍODO SEM DEFAULT OU RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA	133
Tabela 26 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTINFL PARA PERÍODO SEM DEFAULT OU RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA	133

## 1. Introdução

A questão da sustentabilidade da política fiscal brasileira tem ocupado posição de destaque nos últimos anos, principalmente a partir do Plano Real, pois a razão dívida-pública-PIB aumentou 26,5% durante o período 1994-2002, atingindo um máximo em setembro de 2002, quando a dívida pública passou a representar 62,5% do PIB. Não obstante, as reformas fiscais realizadas durante o governo FHC, principalmente a partir da implementação da "Lei de Responsabilidade Fiscal" e da renegociação da dívida dos estados e municípios, culminando com o estabelecimento da meta de superávit fiscal primário, contribuíram para reduzir o indicador anterior. Nesse sentido, o atual governo, contrariando as expectativas iniciais, vem mantendo os lineamentos dessa política fiscal, tendo inclusive excedido as metas de superávit pactuadas com o Fundo Monetário Internacional. O Gráfico 1 mostra a evolução da razão dívida-PIB durante o período 1994-2004. Pode-se visualizar claramente a tendência decrescente dessa razão nos últimos anos.

GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO DA RAZÃO DÍVIDA PÚBLICA - PIB: 1994-2004 - (%)



Fonte: Banco Central

Não obstante, devido ao horizonte de financiamento do governo, avaliar se, no caso brasileiro, este seguiu ou não um comportamento "ricardiano", implica realizar uma análise de longo prazo, o que requer trabalhar com séries muito mais longas que as que se têm utilizado em diversos trabalhos empíricos. Isso é particularmente certo no caso das abordagens que, como a presente, utilizam métodos de cointegração para determinar a solvência da dívida pública, pelos quais se tenta analisar a relação de longo prazo entre algumas variáveis fiscais selecionadas. Nesse sentido, como se verá, os resultados encontrados dependem fortemente do período amostral selecionado.

Dado o anterior, o presente estudo pretende testar a sustentabilidade da política fiscal brasileira, a partir da cointegração entre despesas e receitas públicas, utilizando, por primeira vez, séries cujo início data da época do Império. Assim, utilizaremos séries de frequência anual que começam em 1823 e terminam no ano 2004. Com isso, asseguraremos estar realizando uma verdadeira análise de longo prazo, ao mesmo tempo em que minimizamos a presença de fatores sazonais, sem perder a quantidade de graus de liberdade suficiente para a eficiência dos testes econométricos.

Por outra parte, devido a que na maioria dos trabalhos empíricos brasileiros a senhoriagem surge como fonte adicional de arrecadação que assegura a sustentabilidade fiscal, também serão realizados testes de cointegração, incluindo-a nas receitas totais do Fisco.

Contudo, o exercício de cliometria<sup>1</sup> anterior implica na necessidade de realizar testes para a possível existência de quebras estruturais ao longo de um período tão longo como o considerado, principalmente devido a fatores político-econômicos, como a Proclamação da República e as mudanças de regime político e fiscal ao longo da era republicana, onde também surgem as renegociações e *defaults* da dívida pública. Essas mudanças estruturais podem comprometer os resultados de cointegração obtidos, assim como podem modificar o próprio espaço de cointegração. Nesse sentido, utilizaremos, além da cointegração, testes recursivos para avaliar a constância do posto da matriz de cointegração. Finalmente, ao rejeitar as hipóteses nulas anteriores, realizaremos novos testes de cointegração, incluindo dummies dentro do vetor de cointegração e dummies

---

<sup>1</sup> Cliometria é um campo relativamente novo de pesquisa em economia, que combina técnicas econométricas e análise histórica. O termo é uma junção do nome de Clio (a Musa grega da história) com o sufixo metria.

fora do vetor de cointegração (dummies de intervenção), realizando as simulações correspondentes para a determinação dos valores críticos assintóticos para o teste do traço.

## **2. A Macroeconomia da Sustentabilidade Fiscal<sup>2</sup>**

### **2.1. Introdução**

Para entender a importância da sustentabilidade fiscal pode-se começar a analisar os efeitos macroeconômicos do déficit público. Inicialmente, para os economistas neoclássicos um aumento do déficit público poderia produzir dois efeitos indesejados: por um lado inflação, se o excesso de gastos sobre receitas públicas fosse financiado com emissão monetária; e, por outro, aumento na taxa de juros real, se o déficit fosse financiado com endividamento. Por esse motivo, esse grupo de economistas insistia na conveniência de manter um equilíbrio orçamentário, com superávit nos anos de paz para compensar os déficits decorrentes dos períodos de guerra.

A partir da publicação da Teoria Geral (1936), Keynes provocou uma revolução na macroeconomia, recomendando uma política fiscal compensatória, expansionista nos tempos de recessão e contracionista nos tempos de expansão. Além disso, no caso da política fiscal expansionista, recomendava o financiamento via emissão de moeda, posto que o aumento de impostos, ao reduzir a renda pessoal disponível, provocaria uma redução do consumo, compensando os efeitos da política fiscal. O endividamento não era visto como uma alternativa de financiamento no modelo keynesiano original, possivelmente pela dificuldade de obter crédito no período da Grande Depressão. Assim, Keynes justificava, somente para os períodos recessivos, a geração de um déficit fiscal, que teria como contrapartida a recuperação da demanda agregada e, portanto, do emprego.

Por sua vez, a síntese neoclássica-keynesiana, seguindo parte do modelo keynesiano, recomendava a realização de políticas expansionistas com o intuito de estimular a demanda agregada. Nos casos em que a política fiscal fosse relativamente mais eficaz, também se geraria um déficit público, mas financiado inteiramente por dívida, o que provocaria o aumento da taxa de juros real, provocando o “crowding-out” do investimento privado.

---

<sup>2</sup> Esta seção está inspirada em Rossi (1997).

Posteriormente, as modernas teorias do consumo e da poupança que se derivam da teoria da renda permanente de Milton Friedman (1957) e da hipótese do ciclo de vida de Franco Modigliani (1966), enfatizam a relação do consumo privado com a renda permanente. Assim, a decisão de consumo (e poupança) dos agentes vincula-se em maior medida a um conceito intertemporal de renda, supondo-se, evidentemente, que não existem restrições ao crédito. De acordo com o anterior, um aumento do gasto público corrente financiado inteiramente com impostos reduz temporariamente a renda pessoal disponível e, portanto não teria efeitos importantes sobre o consumo, mas sim sobre a poupança do setor privado. Por outra parte, se o aumento do gasto público é permanente e novamente financiado inteiramente com impostos, a renda pessoal disponível se reduzirá também de forma permanente, provocando uma queda em toda a trajetória do consumo e reduzindo marginalmente a poupança privada. Na prática, portanto, o efeito da expansão do gasto público sobre o consumo e a poupança das famílias dependerá essencialmente de como este seja percebido: se é visto como temporário a queda da renda pessoal disponível será absorvida quase que inteiramente pela poupança; se é permanente o padrão de consumo como um todo se reduz.

O enfoque intertemporal anterior foi ampliado por Barro (1974), que propõe que o comportamento do setor privado somente é afetado pelo nível do gasto público, sem importar se este é financiado via endividamento ou impostos. Esta equivalência entre títulos públicos e impostos ficou então conhecida como o “Teorema da Equivalência Ricardiana”, pois resgata uma idéia original de David Ricardo<sup>3</sup>.

Sendo assim, se o déficit público corrente for financiado com emissão de títulos em vez de impostos não distorsivos, o aumento futuro de impostos necessário para resgatar a dívida recentemente contraída compensará, em termos de valor presente, os menores impostos atuais. Como o consumo privado depende fundamentalmente da renda permanente, o que importa é o valor presente dos impostos, que no caso anteriormente analisado não muda, e, portanto, o déficit público não produzirá efeitos sobre o consumo. Além disso, como o setor privado aumentará a poupança corrente para fazer frente aos maiores impostos futuros, esse aumento compensará exatamente a maior despoupança pública, e, portanto, nem a poupança nacional nem a taxa de juros

---

<sup>3</sup> Apesar de que, como nota O’Driscoll (1977), o próprio David Ricardo parecia ter dúvidas com relação à validade dessa idéia. Por isso alguns autores preferem referir-se à “Equivalência Barro-Ricardo”.

real serão afetadas pelo maior déficit público. Inclusive, poder-se-ia dizer que, num contexto de uma economia pequena e aberta, nem sequer o saldo da conta corrente do balanço de pagamentos sofreria alguma variação, uma vez que a poupança e investimento totais permanecem inalterados.

Do ponto de vista empírico, não obstante, o “Teorema da Equivalência Ricardiana” têm sido objeto de numerosos estudos e, apesar de que não existe ainda um consenso absoluto ao respeito, numerosos trabalhos parecem questionar sua validade, ao modificar algumas suposições do modelo original<sup>4</sup>.

Contudo, para efeitos da sustentabilidade fiscal, o importante não é analisar a neutralidade do déficit público em relação ao consumo privado, taxa de juros, poupança nacional ou saldo da conta corrente, e sim se o governo realmente cumpre com uma restrição orçamentária intertemporal. Destarte, se, como veremos na próxima subseção, o valor presente do superávit fiscal primário é suficiente para financiar o estoque inicial da dívida pública, poder-se-ia dizer que a política fiscal é sustentável ou que o governo segue um comportamento “ricardiano”. Nesse caso, a trajetória dos impostos e do gasto público deve ser tal que, em termos de valor presente, o equilíbrio fiscal seja assegurado.

Se, por outro lado, o valor presente dos gastos públicos somado ao estoque inicial da dívida pública é superior ao valor presente da receita fiscal total, pode-se dizer que o governo segue um comportamento “não ricardiano” ou um “Esquema Ponzi” ou que a política fiscal (dívida pública) não é sustentável. Nessa situação o governo não pagaria nunca o principal da dívida pública, financiando o pagamento de juros com a contratação de novas dívidas.

Contudo, o presente trabalho introduzirá uma terceira alternativa: a possibilidade de que o governo alcance a sustentabilidade fiscal não a partir de políticas fiscais e tributárias conseqüentes com o financiamento da dívida pública, e sim utilizando o *default* ou a renegociação da mesma. Como será demonstrado na próxima subseção,

---

<sup>4</sup> Para uma breve discussão acerca das causas pelas quais a “Equivalência Ricardiana” parece não se cumprir exatamente, veja-se Romer (2001, Capítulo 11 – pg. 535-539). Para uma discussão mais detalhada, realizada a partir de um modelo com gerações sobrepostas, veja-se Argandoña, Gámez e Mochón (1996, Capítulo 11 – pág. 387-391).

esse artifício sobejamente utilizado por vários países (os chamados *serial defaulters*), entre os quais o Brasil ocupa uma das posições de destaque<sup>5</sup>, também permite que o valor presente do superávit fiscal primário seja suficiente para financiar o estoque de dívida inicial. Esta nova possibilidade de alcançar a sustentabilidade fiscal será chamada de a “Nova Equivalência Ricardiana”.

Todavia, a utilização da estratégia do *default* ou renegociação da dívida pública para equilibrar intertemporalmente o orçamento público também impõe importantes custos para os *serial defaulters*: enfraquecimento das instituições políticas; aumento da probabilidade de incorrer novamente numa situação de *default* ou renegociação<sup>6</sup> e, principalmente, o aumento do risco-país com a conseqüente redução do fluxo de capitais internacionais, o que reduz suas possibilidades de financiar o crescimento econômico. Com relação a esse último custo, Reinhart e Rogoff (2004) encontram evidência de uma correlação inversa entre o PIB real per capita ajustado pela paridade do poder de compra dos *serial defaulters* e a porcentagem de anos em *default* desde 1946. Assim, esses autores concluem que as principais explicações para o “paradoxo” do menor fluxo de capitais desde os países desenvolvidos para os países em desenvolvimento (ainda que o retorno do capital seja maior nesses últimos) seria o maior risco de *default*, além do menor desenvolvimento de seus mercados de capitais<sup>7</sup>. Na visão desses referidos autores o verdadeiro “paradoxo” é por quê os capitais internacionais, principalmente aqueles relacionados a endividamento externo, continuam fluindo para os *serial defaulters* ou países “intolerantes à dívida”.

Nesse sentido, o presente trabalho não possui pretensões normativas: não se está, de maneira alguma, afirmando que a estratégia de *default* ou renegociação da dívida

---

<sup>5</sup> Curiosamente, ao contrário do que se poderia pensar, o Brasil é superado em quantidade de *defaults* e renegociações da dívida pública externa por países desenvolvidos como Espanha (que é o recordista com 13 episódios), França e Alemanha, entre outros. Não obstante, esses *serial defaulters* tiveram situações de *default* ou renegociação concentradas entre os séculos XVI e XVIII, enquanto no caso do Brasil o maior número de situações concentra-se no século passado. Para uma interessante discussão sobre a relação entre a sustentabilidade da dívida externa e o comportamento de *default* ou renegociação, veja-se Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) e Reinhart e Rogoff (2004).

<sup>6</sup> A evidência dos *serial defaulters*, segundo Reinhart e Rogoff (2004), parece sugerir que o custo do primeiro *default* seria maior que o dos subseqüentes, pois a credibilidade do *defaulter* fica comprometida já no primeiro episódio de cessação de pagamentos.

<sup>7</sup> Essa explicação parece rejeitar explicações mais sofisticadas como a de Lucas (1990), que atribui o menor fluxo de capitais para os países em desenvolvimento às maiores externalidades da formação de capital humano que ocorrem nos países desenvolvidos, o que aumenta a rentabilidade do capital investido nesses últimos países.

pública seja um caminho a ser adotado pelo Brasil ou por qualquer outro país em desenvolvimento. O enfoque é, simplesmente, positivo: esse expediente foi utilizado em várias oportunidades pelo Brasil, e a evidência que será mostrada permite indicar que este foi o principal responsável pela sustentabilidade fiscal durante grande parte da era republicana, superando inclusive, a importância da senhoriagem. Também escapa do escopo dos objetivos do trabalho analisar e quantificar os custos para a economia brasileira associados aos episódios de “intolerância à dívida”.

## **2.2. Modelo Macroeconômico<sup>8</sup>**

Poderia-se dizer que, se a política fiscal é sustentável ou o governo segue um comportamento “ricardiano”, o valor presente de suas despesas deverá ser menor ou igual à sua riqueza inicial somada ao valor presente da arrecadação fiscal (líquida de transferências), que pode incluir ou não a senhoriagem. Contudo, como foi dito anteriormente, o modelo macroeconômico de sustentabilidade fiscal deverá incluir a possibilidade de que o governo realize um *default* ou renegociação de sua dívida em algum momento do tempo.

Levando em consideração todo o anterior, o modelo macroeconômico geral de sustentabilidade fiscal poderia ser dividido em duas versões: i) Modelo onde não há *default* ou renegociação da dívida ou Modelo de “Equivalência Ricardiana” – que é o modelo tradicionalmente utilizado nas análises de sustentabilidade fiscal e ii) Modelo onde pode existir *default* e renegociação da dívida pública ou Modelo da “Nova Equivalência Ricardiana” – que é justamente a inovação que o presente trabalho introduzirá.

### **2.2.1. Modelo de Equivalência Ricardiana**

No modelo tradicional, a sustentabilidade da política fiscal ou da dívida pública estará assegurada se o governo cumpre com a seguinte restrição orçamentária intertemporal:

---

<sup>8</sup> Esta subseção segue Romer (2001, capítulo 11), estendendo o modelo apresentado com a inclusão da senhoriagem e da possibilidade de *default* ou renegociação da dívida.

$$(1) \int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} G(t) dt \leq -D(0) + \int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} T(t) dt$$

$$(2) R(t) = \int_{\tau=0}^t r(\tau) d\tau$$

Onde  $G(t)$  representa o gasto público total real (incluindo o pagamento dos juros sobre o estoque da dívida pública anterior);  $T(t)$  representa a arrecadação fiscal real (incluindo as receitas das empresas estatais)<sup>9</sup>; e  $r(\tau)$  é a taxa de juros real no momento  $\tau$ <sup>10</sup>.

Assim, pode-se dizer que se o governo realiza uma política fiscal sustentável, o valor presente dos seus gastos em bens e serviços deverá ser menor igual ao valor presente da arrecadação fiscal real acrescida do valor inicial de sua riqueza, que, na verdade, por tratar-se da dívida pública, reduz o valor presente das receitas governamentais.

A expressão anterior também pode ser entendida da seguinte forma: a política fiscal será sustentável se o valor presente do superávit fiscal primário é suficiente para financiar o estoque de dívida pública inicial. Para visualizar essa segunda interpretação, basta reorganizar os termos de (1), chegando-se a:

$$(3) \int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} [T(t) - G(t)] dt \geq D(0)$$

Não obstante, além da arrecadação e do endividamento, o governo pode recorrer ao financiamento via senhoriagem, e por isso, o modelo tradicional de sustentabilidade costuma incluí-la como fonte adicional de receita fiscal. Podemos, sem maiores dificuldades, incluir a senhoriagem na expressão (3), somando um termo  $S$  à arrecadação fiscal real:

<sup>9</sup> A mesma restrição também será válida se as variáveis anteriores são normalizadas pelo PIB ou pelo número de habitantes.

<sup>10</sup> No modelo de sustentabilidade tradicional assume-se que a taxa de juros real seja constante, o que faria com que  $R(t)$  fosse igual a  $rt$ , mantendo-se basicamente a mesma restrição (1).

$$(4) \quad \int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} [\{T(t)+S(t)\} - G(t)] dt \geq D(0)$$

Desse modo, o governo seguirá um comportamento “ricardiano” se o valor presente do seu superávit fiscal acrescido das receitas obtidas a partir da senhoriagem for suficiente para financiar o estoque de dívida pública inicial.

Todavia, do ponto de vista matemático, é mais simples reescrever a condição anterior de sustentabilidade fiscal utilizando limites. Assim, passando a integral para a direita da desigualdade e aplicando limites na expressão resultante chega-se a:

$$(5) \quad \lim_{s \rightarrow \infty} \left\{ D(0) + \int_{t=0}^s e^{-R(t)} [G(t) - \{T(t)+S(t)\}] dt \right\} \leq 0$$

Por outra parte, na medida em que o gasto público entre os momentos  $t$  e  $s$  seja superior (inferior) à arrecadação total incluindo senhoriagem, o governo aumentará (diminuirá) o endividamento. Assim o valor da dívida pública no momento  $s$  pode ser expressa por:

$$(6) \quad D(s) = e^{R(s)} D(0) + \int_{t=0}^s e^{R(s)-R(t)} [G(t) - \{T(t)+S(t)\}] dt$$

A primeira parte da expressão (6) é a contribuição da dívida pública inicial ao estoque de dívida pública em  $s$ , enquanto a integral mostra como a despoupança do governo varia do momento  $t$  ao  $s$ .

Por último, tal como pode notar-se, (6) é a mesma expressão no interior do limite em (5) multiplicada por  $e^{R(s)}$ . Por isso, podemos reescrever a restrição orçamentária do governo, ou a condição de sustentabilidade fiscal, como:

$$(7) \quad \lim_{s \rightarrow \infty} e^{-R(s)} D(s) \leq 0$$

Portanto, pode-se dizer que se o governo realiza uma política fiscal sustentável ou, simplesmente, se segue um comportamento “ricardiano”, cumprindo sua restrição orçamentária, se, no limite, o estoque da dívida pública é não positivo. Isso equivale a uma “condição de transversalidade”, que elimina a possibilidade de um “Esquema Ponzi”, onde o governo poderia endividar-se indefinidamente, contraindo novas dívidas para pagar os juros das dívidas anteriores. Nesse caso, poder-se-ia dizer que a política fiscal não é sustentável, ou que a dívida pública não é sustentável.

### **2.2.2. Modelo da “Nova Equivalência Ricardiana”**

Não obstante, o modelo anterior não considera a possibilidade de que o governo realize um *default* da dívida pública ou simplesmente estabeleça um acordo com seus credores para renegociá-la. Contudo, será demonstrado que essas estratégias podem ser uma alternativa para alcançar a sustentabilidade fiscal, em ausência de uma maior disciplina fiscal e frente à impossibilidade de continuar aumentando as receitas fiscais mediante a senhoriagem. Isso é assim, pois nesses eventos, devido à maior dificuldade de impor o cumprimento dos compromissos de dívida, principalmente se esta é externa, os credores terminam aceitando uma redução no principal ou nos juros, ou mesmo um alongamento nas amortizações da dívida<sup>11</sup>.

Esse novo resultado será denominado de “Nova Equivalência Ricardiana”, pois permite que o governo cumpra com sua restrição orçamentária, prescindindo de qualquer ajuste fiscal ou aumento da emissão monetária, como implica o modelo de sustentabilidade tradicional<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> O recente *default* realizado pelo governo argentino é um exemplo dramático do anterior. Contudo, no caso brasileiro, como será discutido posteriormente, houve dois episódios de moratória e cinco renegociações da dívida pública externa durante o período 1898-1993, além da subindexação da dívida pública interna.

<sup>12</sup> Contudo, no momento em que o governo de um determinado país realize o *default* ou a renegociação da dívida pública, os resultados de neutralidade da política fiscal implícitos na hipótese da “Equivalência Ricardiana” já não são válidos. Isso é assim, pois como a estratégia anterior substitui o ajuste fiscal, frente à acumulação de déficits públicos, os agentes não teriam por quê esperar um aumento futuro nos impostos, e, portanto, a poupança privada não aumentaria, e o resultado final seria um aumento na taxa de juros e, eventualmente, um maior desequilíbrio no saldo da conta corrente. Não obstante, a comprovação empírica desses possíveis resultados está fora do escopo do presente trabalho, mas pode transformar-se numa linha de pesquisa promissora para novos trabalhos nessa área.

Para modelar essa situação de “intolerância à dívida” será necessário realizar uma mudança no comportamento suposto para a taxa de juros real durante o período de *default* ou renegociação da dívida. Desse modo, pode-se propor que durante esse período, que será chamado de  $\Psi$ , como o governo perde a possibilidade de seguir financiando o déficit com dívida, a taxa de juros real tende ao infinito. Em termos formais, portanto, pode-se expressar a evolução da taxa de juros durante esse período  $\Psi$  da seguinte forma:

$$(8) \quad \lim_{t \rightarrow \Psi} R(t) = \lim_{t \rightarrow \Psi} \int_{t=0}^{\Psi} r(t) dt \rightarrow \infty$$

Sendo assim, pode-se demonstrar que o horizonte de tempo para alcançar a solvência fiscal coincidirá com o período de *default* ou renegociação da dívida e, portanto, esta poderia ser alcançada num período inferior ao infinito. Para isso, a restrição orçamentária definida em (1) será modificada da seguinte forma:

$$(9) \quad \int_{t=0}^{\Psi} e^{-R(t)} G(t) dt \leq -D(0) + \int_{t=0}^{\Psi} e^{-R(t)} T(t) dt$$

Repetindo os mesmos procedimentos matemáticos que permitiram chegar à condição (7), obtém-se a seguinte expressão para a sustentabilidade fiscal em presença de “repúdio à dívida”:

$$(10) \quad \lim_{t \rightarrow \Psi} e^{-R(\Psi)} D(\Psi) \leq 0$$

Desse modo, em presença de uma situação de *default* ou renegociação da dívida, o governo também terminaria cumprindo uma restrição orçamentária intertemporal, e, portanto, dentro de um horizonte finito, alcança a sustentabilidade da política fiscal ou da dívida pública. Como já foi mencionado, a grande diferença com o modelo da “Equivalência Ricardiana” é que a solvência fiscal é alcançada a partir da redução “forçada” do principal ou da taxa de juros da dívida.

### 3. Metodologia Econométrica Para Avaliar a Sustentabilidade Fiscal

De acordo com o modelo macroeconômico desenvolvido na seção anterior, os principais tipos de testes econométricos utilizados para verificar a sustentabilidade da política fiscal são os testes de raiz unitária e os testes de cointegração<sup>13</sup>.

#### 3.1. Testes de Raiz Unitária

Pode-se dizer que, num contexto intertemporal, a sustentabilidade fiscal estará assegurada se o estoque da dívida pública é fracamente estacionário, pois nesse caso, convergirá para um valor finito, o que é conseqüente com a condição de transversalidade (7)<sup>14</sup>.

Outra forma de chegar ao mesmo resultado anterior é afirmar que, se o superávit (déficit fiscal) é integrado de ordem zero, então o governo segue um comportamento “ricardiano”. Isso é assim, posto que, nesse caso, o valor presente do superávit fiscal também convergirá para um valor finito, e, como deve ser suficiente para financiar o estoque da dívida pública, esta também será estacionária<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Existem dois outros tipos de testes econométricos para avaliar a sustentabilidade fiscal: o teste do modelo do valor presente, realizado com um modelo VAR com restrições nos parâmetros; e o teste FADF (*Feedback Augmented Dickey-Fuller*), que é um novo teste ADF. Todavia, esses testes não serão analisados formalmente no presente trabalho. Para maiores detalhes, para o primeiro caso, veja-se Campbell e Shiller (1987), e para o segundo Feve e Henin (1998).

<sup>14</sup> Bartolini e Cottarelli (1991) demonstram que uma condição de sustentabilidade mais forte que (7) é exigir que, em termos intertemporais, a dívida pública (ou a razão dívida-PIB) permaneça dentro de certos limites. Vale dizer,  $\lim_{t \rightarrow \infty} D(t) \leq k$ , para  $k > 0$ . Tanto os testes econométricos de raiz unitária, quanto os de cointegração testam justamente o cumprimento dessa condição mais estrita.

<sup>15</sup> Alguns autores, inclusive, utilizam o teste de estacionariedade sobre a variação do estoque da dívida pública para verificar a sustentabilidade fiscal. Todavia, apesar de que o teste anterior é conseqüente com a equação (6), e, portanto, com a condição de transversalidade implícita em (7), do ponto de vista econométrico, não é correto realizar o teste de raiz unitária numa série em primeiras diferenças. Além disso, se o estoque da dívida é fracamente estacionário, então, por lógica, sua primeira diferença também será integrada de ordem zero.

### 3.2. Testes de Cointegração

A segunda geração de testes, por outro lado, adota como critério para a sustentabilidade da política fiscal a existência de uma relação de equilíbrio de longo prazo entre dívida e superávit fiscal primário ou entre arrecadação e despesa fiscal totais, incluindo o pagamento de juros. Nesse sentido, assumindo que a taxa de juros real é estacionária, ou, alternativamente, que o déficit público total (incluindo o pagamento de juros) é estacionário, a cointegração entre as referidas variáveis fiscais passa a ser uma condição suficiente para concluir que o governo não segue um "Esquema Ponzi".

A abordagem anterior pode ser justificada, do ponto de vista econométrico, voltando a (4), e tomando-se a igualdade, obtendo-se a seguinte expressão:

$$(11) \quad D(0) = \int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} [\{T(t)+S(t)\} - G(t)] dt$$

Assim, se o superávit fiscal (com ou sem senhoriagem) e a dívida cointegram, existirá uma relação de longo prazo entre essas variáveis, assegurando que o valor presente do superávit fiscal é suficiente para financiar o estoque inicial da dívida pública.

Alternativamente, se as despesas e receitas fiscais (com ou sem senhoriagem) cointegram, então o sistema resultante seria integrado de ordem zero, e, portanto, a dívida pública seria necessariamente estacionária, o que estaria sinalizando que a política fiscal é sustentável no longo prazo.

Não obstante, os testes de cointegração anteriores assumem que a taxa de juros real da dívida pública é estacionária. Essa suposição parece pouco realista, e, de fato, a existência de cointegração é uma condição necessária, mas não suficiente para assegurar a solvência da dívida pública em presença de uma taxa de juros real variável, como a implícita nas duas versões do modelo macroeconômico utilizado no presente trabalho.

Contudo, Trehan e Walsh (1991) estabelecem uma proposição que permite prescindir da estacionariedade da taxa de juros real para utilizar os testes de sustentabilidade da dívida baseados na cointegração. Desse modo, independentemente de a taxa de juros real ser constante, se o déficit total (que inclui o pagamento de juros) for estacionário, o orçamento público estará equilibrado em termos intertemporais.

Nesse trabalho, se utilizará o teste de cointegração entre despesas e receitas totais (com e sem senhoriagem) para verificar a existência de comportamento “ricardiano” por parte do governo brasileiro, através de praticamente todo o período de independência, com uma amostra que começa no ano 1823 e termina no ano 2004. O presente estudo é o primeiro em testar a sustentabilidade da dívida pública para um período tão extenso, dando sentido real à relação de longo prazo implícita na existência de cointegração, além de permitir a realização de comparações entre os diversos subperíodos históricos.

Contudo, como foi visto anteriormente, o modelo macroeconômico de sustentabilidade que será utilizado implicitamente nos testes de cointegração parte de um pressuposto mais realista para o comportamento da taxa de juros real, assumindo que esta é variável, podendo até crescer indefinidamente nos eventos de *default* ou renegociação da dívida. Sendo assim, os testes de cointegração que serão realizados deverão ser acompanhados de testes de estacionariedade do déficit fiscal total, para que possa realmente ser verificada a existência de solvência da dívida pública em termos intertemporais.

### **3.2.1. Metodologia de Johansen**

Os testes de cointegração que serão realizados seguem a metodologia proposta por Johansen (1991), que define o chamado Modelo de Correção de Erros, um modelo multivariado capaz de captar tanto a relação de longo prazo como as relações dinâmicas de curto prazo entre as variáveis de interesse. O anterior pode ser expresso por um modelo Vetor Autoregressivo (VAR) para as primeiras diferenças das variáveis, restrito pelo vetor de cointegração. Vale dizer:

$$(12) \quad \Delta X_t = \Pi_1 \Delta X_{t-1} + \Pi_2 \Delta X_{t-2} + \dots + \Pi_k X_{t-k} + \varepsilon_t$$

onde o vetor  $X$  contém as variáveis de interesse, que no presente caso, são despesa fiscal real total ( $G_t$ ) e arrecadação fiscal real total (com ou sem senhoriagem –  $T_t$  ou  $[T_t + S_t]$ , respectivamente) e  $\varepsilon_t$  é o vetor de termos aleatórios que, por hipótese, devem ser ruídos brancos com distribuição normal multivariada.

A matriz  $\Pi_k$ , que representa as propriedades de longo prazo do sistema, possui um papel fundamental dentro dessa metodologia, pois seu posto permite verificar a existência de cointegração entre as variáveis contidas no vetor  $X$ . Assim, se o posto de  $\Pi$  é nulo, o sistema é não estacionário, ou seja, não apresenta nenhuma relação de longo prazo, devendo-se estimar o modelo para as primeiras diferenças das variáveis. Por outra parte, se o posto é pleno ( $n$ ), o sistema em nível é estacionário, não cabendo mais falar em cointegração entre as variáveis de interesse. Finalmente, se o posto da matriz é inferior a  $n$  (posto reduzido), por exemplo,  $r$ , existem  $r$  vetores de cointegração que tornam o sistema estacionário.

O sistema que será utilizado nesse estudo para verificar a existência de cointegração é bivariado, pois, como foi mencionado anteriormente, o vetor  $X$  contém somente o gasto público real total e a arrecadação fiscal real total. Desse modo o posto reduzido da matriz de cointegração é o posto unitário, e, portanto, se houver cointegração, o vetor de cointegração será único e a política fiscal será sustentável. Porém, também obtemos a mesma conclusão se a matriz apresenta posto pleno, pois nesse caso, ainda que não exista cointegração entre receitas e despesas fiscais, o sistema é estacionário, e, portanto, a dívida pública também é estacionária. Por último, o governo seguirá um “Esquema Ponzi” se o posto da referida matriz é zero, pois aí não existe relação de longo prazo entre gasto e arrecadação e, portanto, não existe nenhuma segurança de que a série de dívida pública exiba um comportamento estacionário.

Existem dois testes estatísticos que permitem determinar o posto da matriz de cointegração: o teste do traço e a estatística do máximo autovalor. No presente trabalho, será utilizado o primeiro teste, posto que o segundo pode subestimar o número de

vetores de cointegração. A estatística do teste do traço pode ser calculada a partir da seguinte expressão:

$$(13) \quad \lambda_{traço}(r) = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \hat{\lambda}_i)$$

onde, os  $\hat{\lambda}_i$  são os autovalores associados à matriz  $\Pi$  e  $T$  é o número de observações da amostra utilizada. O número de autovalores diferentes de zero corresponde ao posto de  $\Pi$ .

A hipótese nula do teste é que existem, no máximo,  $r$  vetores de cointegração. Quanto mais afastadas de zero estejam as raízes características estimadas, mais negativo é o termo  $\ln(1 - \hat{\lambda}_i)$ , e, portanto, maior é o valor da estatística do teste do traço. Se o valor do teste é maior do que o valor crítico, então se rejeita a hipótese nula. O procedimento, inicialmente, testa  $r = 0$ , continuando até que a hipótese nula não seja rejeitada para algum valor de  $r$ .

Os valores críticos para o teste do traço são obtidos utilizando simulações, pois sua distribuição de frequência segue um movimento browniano e é sensível a dois fatores: o número de componentes não estacionários (vale dizer, a diferença entre o posto pleno da matriz e um determinado  $r$ ) e a forma do componente determinista do vetor de cointegração (se possui constante ou não, se possui dummies, se possui um *drift*).

### 3.2.2. Cointegração com Quebras Estruturais

Na análise de cointegração também é importante considerar a possibilidade de que, em um determinado momento, existam quebras estruturais. A existência de quebras estruturais nas séries pode resultar em parâmetros não constantes, o que reduz o poder tanto dos testes de raiz unitária como os de cointegração. Em particular, com relação aos primeiros, a existência de quebras leva à super-aceitação da hipótese de raiz unitária, enquanto que no caso dos últimos pode-se superestimar o número de vetores de cointegração.

Para o presente trabalho, a consideração da existência de possíveis mudanças estruturais é importante, pois as séries utilizadas são longas o suficiente para que mudanças políticas, econômicas e institucionais possam alterar a trajetória da política fiscal, modificando as conclusões sobre a sustentabilidade da política fiscal através desse período. Como se verá, as situações de *default* ou renegociação da dívida também podem ser consideradas como mudanças estruturais, alterando as conclusões sobre a sustentabilidade fiscal.

Existe uma extensa literatura sobre mudanças estruturais e seus impactos sobre os modelos multivariados, embora não exista um consenso sobre a metodologia implementada, nem rotinas disponíveis nos softwares tradicionais de econometria<sup>16</sup>.

Em linhas gerais, em presença de mudanças estruturais, Johansen, Mosconi e Nielsen (2000) demonstram que a metodologia econométrica de cointegração explicitada na subseção anterior continuaria sendo válida. Assim, seguindo os autores mencionados, o modelo VAR pode ser expresso a partir da seguinte equação:

$$(14) \Delta X_t = \begin{pmatrix} \beta \\ \gamma \end{pmatrix} \begin{pmatrix} X_{t-1} \\ tE_t \end{pmatrix} + \mu E_t + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^k \sum_{j=2}^q k_{j,i} D_{j,t-i} + \varepsilon_t; j = 1, \dots, q.$$

Onde,  $D_{j,t}$  representa uma variável dummy que assume valor 1 para  $t = T_{j-1}$  e valor zero, caso contrário; enquanto  $E_{j,t} = \sum_{i=k+1}^{T_j-T_{j-1}} D_{j,t-i} = 1$  para  $T_{j-1} + k + 1 \leq t \leq T_j$ , 0, caso contrário; sendo  $D_{j,t-1}$  uma função indicadora para a  $i$ -ésima observação no  $j$ -ésimo período.

Note-se que a expressão anterior, com exceção das dummies, é uma maneira alternativa de expressar o mesmo modelo descrito em (12). Além disso, o modelo resultante com a inclusão das dummies é suficientemente geral para permitir sua existência dentro ou fora (dummies de intervenção) do vetor de cointegração. Desse modo, a partir de (14), o procedimento de Johansen (1991) prosseguiria como indicado na subseção anterior, testando-se as hipóteses sobre o posto da matriz  $\Pi_k$ , e

<sup>16</sup> Maddala e Kim (1998) oferecem um completo resumo acerca dos efeitos das quebras estruturais sobre os testes de raiz unitária e cointegração.

determinando, assim, a existência de cointegração entre as variáveis de interesse, contidas na matriz  $\Pi_k$ .

Do ponto de vista prático, se realizarão os testes de cointegração, determinando-se endogenamente se o posto estimado para a matriz de cointegração estaria sofrendo variações ao longo da amostra, devido à existência de possíveis quebras. Além dessa possível mudança no posto, o espaço de cointegração  $Sp(b^*)$  também poderia ser afetado pela presença de mudanças estruturais, provocando variações nos parâmetros do vetor de cointegração.

Seguindo a Hansen (1991), Quintos (1995), Hansen e Johansen (1993) e Mosconi (1998), o teste de constância do posto da matriz de cointegração faz uma correção no teste do traço especificado em (13). Avalia-se se a hipótese nula que supõe posto constante não é rejeitada para todo o período amostral. Assim, partindo de uma subamostra pré-definida verifica-se se o teste do traço selecionaria outro posto ao longo da amostra, repetindo o teste a cada nova observação adicionada à subamostra, de forma recursiva. A estatística do traço modificada para testar a constância do posto de  $\Pi$  pode, então, ser expressa a partir da seguinte expressão:

$$(14) \quad \lambda_{traço}(r) = -T \sum_{i=1}^q \ln(1-\hat{\lambda}_i) - \left[ p_1 \sum_{i=1}^{q_1} \ln(1-\hat{\lambda}_{1i}) + p_2 \sum_{i=1}^{q_2} \ln(1-\hat{\lambda}_{2i}) \right]$$

onde,  $p_1$  e  $p_2$  representam o tamanho da subamostra inicial e a quantidade de observações adicionadas a essa subamostra, respectivamente.

Assim, à medida que os autovalores calculados a partir da subamostra inicial, adicionando-se uma observação fora da subamostra de cada vez, forem significativamente diferentes de um, a estatística do teste do traço será menor, o que aumenta a probabilidade de aceitar a hipótese nula que o posto da matriz de cointegração é  $r-1$  em vez de  $r$ .

Toda essa análise é realizada por meio de dois modelos diferentes, seguindo a Hansen e Johansen (1999), denominados Modelo R e Modelo Z. O primeiro deles mantém fixos os parâmetros de curto prazo, enquanto o segundo recalcula todos esses

parâmetros para cada novo tamanho da amostra. Se a utilização dos dois modelos leva a resultados conflitantes, os referidos autores recomendam a utilização do Modelo R. Como uma forma de facilitar a interpretação dos resultados, os testes de constância do posto serão apresentados graficamente, com a estatística dos referidos testes normalizada por seu próprio valor crítico. Desse modo, um valor resultante superior a um significa que a hipótese nula de constância do posto  $r$  da matriz de cointegração é rejeitada, enquanto um valor inferior a um implica que essa hipótese não poderá ser rejeitada. Portanto, o posto  $r$  de cointegração será considerado estável se, para qualquer tamanho de amostra, não é rejeitado, enquanto que o posto  $r - 1$  é rejeitado para qualquer tamanho da referida amostra.

Por sua vez, o teste estatístico de constância do espaço de cointegração segue os mesmos procedimentos anteriores, com a única diferença de que os Modelos R e Z estarão contidos em um mesmo gráfico, pois dito teste é realizado já sob a restrição de um determinado posto para a matriz  $\Pi$ . Assim, um valor superior a um para a estatística do teste normalizada por seu valor crítico permite rejeitar a hipótese nula de constância dos parâmetros do vetor de cointegração, indicando que estes estariam sofrendo alterações ao longo das diversas sub-amostras.

Se, a partir do anterior, são detectadas mudanças estruturais, a metodologia econométrica prosseguiria com a inclusão de variáveis dummy, que, como foi visto, podem ser adicionadas fora do vetor de cointegração, ou mesmo dentro de dito vetor, de acordo com (14). Posteriormente, se realizará novamente o teste do traço para determinar o posto da matriz  $\Pi$ , concluindo-se sobre a existência de cointegração entre as variáveis de interesse.

O primeiro aspecto em relação à inclusão de dummies nos testes de cointegração que deve ser observado parece ser a própria pertinência de dita inclusão. Nesse sentido, deve-se observar o período de duração da quebra. A literatura que trata desse tema é bastante reduzida, mas Nielsen (2004) postula que a inclusão de uma dummy, frente a

uma mudança estrutural que se manifeste somente durante um reduzido número de períodos, não deveria afetar em maior medida os resultados do teste de cointegração<sup>17</sup>.

Outro ponto importante é determinar se a mudança estrutural é incorporada mediante dummies de intervenção ou a partir da inclusão de dummies no vetor de cointegração. A literatura existente é particularmente omissa em relação a esse ponto. Todavia, diversos testes realizados no presente trabalho parecem indicar que as maiores alterações na estatística do traço geralmente ocorrem quando a variável dummy é incluída dentro do vetor de cointegração. Assim, se estabelecerá o seguinte critério: frente à existência de mais de uma quebra estrutural, se esta se manifesta por um período relativamente mais longo, será modelada a partir de uma dummy dentro do vetor de cointegração; caso contrário, a representação será feita mediante uma dummy de intervenção.

Não obstante, apesar do modelo com quebras manter praticamente inalterada a análise estatística inerente ao procedimento de Johansen (1991), os valores críticos do teste do traço são particularmente sensíveis à inclusão de dummies, tal como foi mencionado. Com efeito, o número de dummies, o fato de estas estarem dentro ou fora do vetor de cointegração e até mesmo o momento em que ocorre a quebra estrutural e sua duração afetam as estimativas desses valores. A versão disponível do software MALCOLM (*Maximum Likelihood Cointegration Analysis of Linear Models*), embora realize os cálculos da estatística do traço em presença de dummies, não incorpora as simulações de Monte Carlo necessárias para calcular as Tabelas de valores críticos correspondentes. Para resolver esse problema, será utilizado outro software denominado DISCO, desenvolvido por Johansen e Nielsen (1993), que é capaz de realizar as simulações correspondentes<sup>18</sup>.

Para realizar os testes de cointegração entre receitas e despesas públicas ao longo do período 1823-2004, o presente estudo utilizou a versão 2.5 do software MALCOLM, desenvolvido por Mosconi (1998). Este software funciona, na verdade,

---

<sup>17</sup> O referido autor não especifica formalmente o número de períodos adequado para considerar-se válida a inclusão das dummies. Contudo, pode ser percebido que as rotinas existentes para testar a cointegração na presença de dummies, bem como as que são construídas para estimar os valores críticos desses testes são bastante parcimoniosas com relação à quantidade de dummies permitida.

<sup>18</sup> Esse software e seu manual podem ser obtidos gratuitamente na Internet no endereço eletrônico [www.nuff.ox.ac.uk/users/nielsen/DISCO.html](http://www.nuff.ox.ac.uk/users/nielsen/DISCO.html).

como uma sub-rotina do programa RATS, permitindo efetuar a partir de uma abordagem geral-para-particular todos os procedimentos necessários para testar a cointegração entre as variáveis de interesse. Além disso, dito software também possibilita a realização dos testes de quebra estrutural anteriores e de testes de cointegração com a presença dos dois tipos de dummy mencionados.

## **4. Evidência Empírica da Sustentabilidade Fiscal**

### **4.1. Evidência Internacional**

Com relação à evidência internacional, Hamilton e Flavin (1986) foram os precursores da análise de sustentabilidade fiscal em termos intertemporais. Utilizando um modelo de Equivalência Ricardiana similar ao descrito em 2.2.1 para a economia norte-americana, chegam à conclusão que a estacionariedade do superávit fiscal primário e do estoque da dívida pública implicam que a política fiscal norte-americana foi sustentável durante o período 1960-1984.

Contudo, Wilcox (1989), propõe um teste alternativo e mais geral que o anterior para avaliar a solvência da dívida pública norte-americana durante o mesmo intervalo de tempo. Assim, se a trajetória esperada do valor presente da dívida pública converge para zero (é estacionária com média zero), então a política fiscal não seguirá um “esquema Ponzi”. Os resultados encontrados se contrapõem aos dos autores anteriores para a amostra completa, e, especialmente para a subamostra que compreende o período 1975-1984.

Kremers (1988) também questiona os resultados de Hamilton e Flavin (1986), encontrando a presença de autocorrelação de primeira ordem nos resíduos da equação do teste ADF realizado na série da dívida pública norte-americana para o período 1960-1984. Ao serem incluídas duas defasagens no teste anterior, os resultados apontam para a presença de uma raiz unitária na série de dívida pública, concluindo-se, portanto, que a política fiscal não foi sustentável durante esse intervalo de tempo.

Haug (1991) também utiliza a mesma amostra dos casos anteriores, mas, supondo uma taxa de juros real constante, aplica o teste de cointegração entre o superávit fiscal primário e o estoque da dívida pública defasado em um período para avaliar se o governo norte-americano cumpriu com sua restrição orçamentária intertemporal. Ao rejeitar a hipótese de não cointegração entre as variáveis anteriores, termina concluindo que a política fiscal norte-americana seguiu um comportamento “ricardiano” durante o período considerado.

Para avaliar a solvência da dívida pública norte-americana para uma amostra mais ampla (1950-1988), pressupondo também a constância da taxa de juros real, Hakkio e Rush (1991) realizam um teste de cointegração entre a despesa fiscal total (incluindo os juros reais da dívida pública) e a arrecadação fiscal total. Os resultados obtidos permitem rejeitar a hipótese de não cointegração entre as variáveis anteriormente mencionadas para a amostra completa, embora para a sub-amostra 1964-1988 os testes realizados pelos referidos autores sugiram o contrário.

Em um artigo imediatamente posterior, e como foi mencionado, Trehan e Walsh (1991) argumentam que os testes de cointegração aplicados anteriormente não seriam suficientes para estabelecer a sustentabilidade da dívida pública, em presença de uma taxa de juros real variável. De acordo com isso, propõem uma metodologia alternativa, baseada no teste de estacionariedade fraca do déficit público total, que inclui os juros da dívida pública. Assim, os referidos autores demonstram que, independentemente do comportamento da taxa de juros real, a estacionariedade do referido déficit assegura a sustentabilidade da política fiscal. As conclusões obtidas, ao utilizar a mesma amostra inicial para a economia norte-americana (1960-1984) e aplicar a metodologia anterior, foram as seguintes: o processo seguido pelo déficit público total evidencia estacionariedade, e, portanto, poderia-se afirmar que a política fiscal implementada durante esse período foi sustentável; além disso, a análise permitiria concluir que a suposição de taxa de juros real constante não é uma aproximação adequada da realidade.

Com relação à presença de mudanças estruturais, Quintos (1995) testa a sustentabilidade do déficit público norte-americano durante o período 1947-1992, considerando o impacto das quebras estruturais ocorridas sobre a estimativa do posto da matriz de cointegração. A autora conclui que a política fiscal norte-americana foi sustentável até o início dos anos oitenta, momento no qual uma mudança estrutural na política fiscal invalida a cointegração entre receitas e despesas públicas. Apesar disso, a referida autora conclui que a dívida pública norte-americana foi sustentável para o período como um todo, na medida em que se cumpra o que ela denomina como “condição fraca para a sustentabilidade do déficit”, vale dizer, na medida em que a taxa de crescimento da dívida pública não supere a taxa de crescimento do PIB.

Martin (2000) também testa a sustentabilidade do déficit público norte-americano, utilizando a mesma amostra que a autora anterior, mas introduzindo uma metodologia bayesiana, que permite realizar testes de cointegração entre receitas e despesas públicas, num contexto de quebras múltiplas endógenas<sup>19</sup>. A diferença do trabalho anterior, o autor encontra evidência que permitiria afirmar que a política fiscal implementada nos Estados Unidos durante o período 1947-1992 foi sustentável. A cointegração entre receitas e despesas ocorre, apesar da existência de quebras durante os anos setenta e oitenta.

Outra metodologia nova para testar a sustentabilidade da política fiscal é o enfoque de multicointegração entre receitas e despesas públicas, utilizado por Leachman, Bester, Rosas e Lange (2001). Esse enfoque testa a possibilidade de que exista uma relação de longo prazo entre essas variáveis, tanto no nível como em termos de suas taxas de crescimento. Os autores aplicam o teste para um conjunto de quinze países durante um período que, em geral, engloba os anos 1960-1998. Os resultados apontam para a sustentabilidade da política fiscal da Finlândia, Noruega, Suíça e Inglaterra, enquanto que para o caso da Bélgica, Canadá, Dinamarca, França, Grécia, Itália, Holanda, Portugal, Espanha, Suécia e Estados Unidos a evidência sugere um comportamento do tipo “Ponzi”. Os resultados anteriores confirmam que as estratégias de equilíbrio fiscal intertemporal variam de país a país e são influenciadas pela força e transparência de suas instituições fiscais.

Por sua vez, Feve e Henin (2000) analisam a sustentabilidade da política fiscal dos países do G-7 durante as três últimas décadas, examinando a estacionariedade da razão dívida-PIB a partir do teste FADF (*Feedback Augmented Dickey-Fuler*). Esse teste utiliza como restrição adicional para o teste de estacionariedade a relação positiva (que é assumida) entre a dívida pública e o superávit fiscal. Os autores concluem que para o caso dos Estados Unidos, Inglaterra e Japão a política fiscal foi sustentável durante o período sob estudo, encontrando-se evidência oposta para Alemanha, França, Itália e Canadá.

---

<sup>19</sup> Como será visto mais adiante, nesse trabalho também será utilizada uma metodologia que permite testar a cointegração, frente à possível existência de quebras múltiplas endógenas, ainda que dita metodologia não seja bayesiana.

Finalmente, Rankin e Roffia (2003) determinam, desde um ponto de vista teórico, a dívida pública máxima sustentável, no contexto do modelo de gerações sobrepostas de Diamond. Os autores mostram que existe um nível máximo de dívida pública sustentável, a partir do qual um aumento infinitesimal desta produziria uma trajetória de desacumulação de capital.

#### **4.2. Evidência Para o Caso Brasileiro**

No caso brasileiro, Pastore (1995) foi o primeiro autor a avaliar a sustentabilidade da política fiscal brasileira, testando a existência de uma raiz unitária na série da primeira diferença da dívida pública para uma amostra que vai do primeiro trimestre de 1974 ao quarto trimestre de 1989. O referido autor conclui que a dívida pública total (interna e externa) foi sustentável devido à política monetária acomodativa implementada, que utilizou a senhoriagem como forma adicional de arrecadação.

Posteriormente, Rossi (1997) analisa a sustentabilidade da política fiscal implementada durante o período 1975-1995. Para isso, realiza testes de raiz unitária sobre a série de dívida pública como proporção do PIB e testes de cointegração, tanto entre dívida pública e superávit fiscal primário, como entre receitas e despesas que incluem o pagamento de juros. Os resultados obtidos são algo contraditórios, pois, por um lado, o autor conclui que a razão dívida-PIB é não estacionária e que não existe cointegração entre dívida e superávit primário, e, portanto, a política fiscal brasileira teria seguido um “Esquema Ponzi” durante o período considerado. Todavia, também obtém evidência de cointegração entre as receitas e os gastos públicos mais pagamentos de juros, o que implicaria que a política fiscal teria seguido um comportamento “ricardiano” durante o mesmo intervalo de tempo. Contudo, o referido autor não faz nenhuma referência ao possível papel da senhoriagem na avaliação da sustentabilidade da política fiscal.

Rocha (1997) testa a existência de cointegração entre despesas e receitas fiscais para o período compreendido entre janeiro de 1980 e julho de 1993, depois de verificar a estacionariedade da taxa de juros real durante esse mesmo intervalo de tempo. Os resultados encontrados pela autora confirmam a evidência de Pastore (1995), pois as

séries mencionadas somente cointegram quando se considera a senhoriagem como parte da arrecadação fiscal.

A evidencia anterior também é confirmada por Issler e Lima (1998), que testam a cointegração entre a arrecadação e as despesas fiscais como percentagem do PIB para a amostra mais ampla utilizada até agora para o caso brasileiro (1947-1992).

Luporini (2000) também avalia a sustentabilidade da política fiscal brasileira, a partir da implementação de um teste de estacionariedade ao redor da média zero para a razão dívida pública-PIB. Utilizando uma amostra anual para o período 1966-1996, conclui que a política fiscal segue um comportamento “ricardiano”, apesar de obter o resultado contrário para a uma sub-amostra que compreende o período 1981-1996. Nesse trabalho a senhoriagem não é considerada explicitamente como fonte adicional de arrecadação, apesar de que a autora reconhece que a política monetária implementada durante o período considerado foi um importante elemento para viabilizar o financiamento da política fiscal mediante a venda de títulos.

Em um trabalho posterior, Luporini (2001) utiliza uma metodologia alternativa proposta por Bohn (1998) para avaliar a solvência da dívida pública brasileira durante o período 1966-2000. Essa nova metodologia consiste em estimar por mínimos quadrados ordinários a relação entre o superávit fiscal primário e a razão dívida-PIB, estabelecida a não estacionariedade dessas séries. Assim, o coeficiente estimado deve ser positivo se a política fiscal é sustentável, do ponto de vista intertemporal. A referida autora também estimou por mínimos quadrados ordinários a relação entre a primeira-diferença da razão dívida-PIB e a razão dívida-PIB, esperando um coeficiente estimado negativo se existisse uma tendência de reversão à média, evidenciando a solvência da dívida pública. Com relação à primeira estimação, o coeficiente estimado não se mostrou estatisticamente significativo, enquanto que no segundo caso o coeficiente encontrado foi positivo e estatisticamente significativo. Portanto, de acordo com esses resultados, a política fiscal brasileira não teria seguido um comportamento “ricardiano”, mesmo com a consideração dos efeitos do ciclo econômico e dos aumentos temporários do gasto fiscal.

Contudo, a sustentabilidade da política fiscal somente pode ser avaliada em termos intertemporais, e, portanto, uma ausência da resposta do superávit fiscal primário

frente a variações da razão dívida-PIB ocorridas no mesmo período não necessariamente permitiria concluir que a política fiscal não foi sustentável. Além disso, existe a possibilidade de que o superávit fiscal primário responda às variações da dívida pública com uma certa defasagem, o que permite questionar ainda mais os resultados obtidos pela autora.

Nesse sentido, Tanner e Ramos (2002), analisam a sustentabilidade da política fiscal brasileira durante 1991-2001 utilizando a abordagem de Bohn (1998), mas estabelecendo um modelo empírico que considera a resposta defasada do superávit primário às variações da dívida pública. De fato, esses autores chegam a utilizar um modelo VAR para diferenciar os ajustes *ex-post* e *ex-ante* dos superávits primários às variações da dívida pública. Os resultados obtidos apontam para um comportamento fiscal não sustentável durante todo o período, apesar de existir evidência de comportamento “ricardiano” para o sub-período 1995-1997.

Ruiz de Gamboa e Silva (2004) testam a cointegração entre despesas e receitas com e sem senhoriagem, adicionando a possibilidade de mudança estrutural, durante o período que começa em julho de 1986 e termina em outubro de 2003. Os resultados encontrados são coincidentes com a maioria da evidência empírica disponível para o caso brasileiro, ao confirmar que existe uma relação de longo prazo entre o gasto público e a arrecadação fiscal total que inclui a senhoriagem. Não obstante, os referidos autores também encontram evidência de cointegração entre despesas fiscais e receitas que não incluem a senhoriagem como fonte adicional de arrecadação. Este último resultado é atribuído ao ajuste fiscal realizado a partir do Plano Real, que teria funcionado como um substituto para a “monetização” do déficit público como forma de equilibrar intertemporalmente o orçamento público.

Finalmente, Lima e Simonassi (2005), testam a sustentabilidade da dívida pública brasileira, considerando a possibilidade de não linearidade para o processo apresentado pelo déficit público, incluindo o papel equilibrador, do ponto de vista fiscal, desempenhado pela senhoriagem. Os resultados indicam a existência de estabilização fiscal “tardia”, no sentido de que se o governo não utiliza as receitas provenientes da senhoriagem deverá intervir para garantir a estacionariedade do déficit apenas quando a

variação da relação dívida-PIB supera 1,74%. Por outro lado, se a senhoriagem é utilizada esse *threshold* aumenta para 2,2%.

O presente trabalho pretende verificar a sustentabilidade da política fiscal brasileira através de praticamente toda a história do Brasil independente, utilizando a maior amostra possível, com dados anuais para o período 1823-2004. Assim, se realizará um exercício de cliometria, ao unir os testes de cointegração com a análise histórica dos diversos períodos compreendidos na amostra.

Ao considerar uma amostra tão ampla, realmente se estará realizando uma análise de sustentabilidade no longo prazo, mas, por outro lado, a probabilidade de ocorrência de mudanças estruturais durante esse período aumenta de forma importante. O anterior é especialmente certo se atentarmos para o fato de que, a partir de 1898, o governo brasileiro declarou duas moratórias e realizou cinco renegociações da dívida pública externa, além da subindexação da dívida interna, o que provavelmente deve ter afetado a trajetória da política fiscal, e, portanto sua sustentabilidade.

Nesse sentido, será utilizada a extensão da metodologia de Johansen (1991) para o tratamento de quebras estruturais, conforme foi descrito na seção 3. Desse modo, poderemos verificar a sustentabilidade da política fiscal brasileira praticada através de toda a história da Nação, utilizando tanto o modelo da Equivalência Ricardiana como o modelo da “Nova Equivalência Ricardiana”, que considera a possibilidade de *default* ou renegociação da dívida pública.

## **5. Análise Histórica da Sustentabilidade da Política Fiscal Brasileira**

### **5.1. Brasil-Império (1822-1889)**

#### **5.1.1. Introdução e Aspectos Institucionais**

A situação das finanças públicas brasileiras já apresentava aspectos preocupantes durante a época da colônia, como fica patente na análise de Castro Carreira sobre o orçamento de 1810 ([1889] (1980), p. 93):

“Sendo lastimável o estado do Erário, obrigando os seus credores aos mais pesados sacrifícios, nem mesmo satisfazendo com a precisa pontualidade o pagamento das letras de câmbio; deixando de pagar o juro dos empréstimos, que era forçado a contrair, e nem pagando os ordenados dos empregados, alguns dos quais esmolavam o pão da caridade.”

Como uma forma de tentar amenizar os problemas de financiamento público, Manuel Jacintho Nogueira da Gama, futuro Marquês de Baependi, ministro e secretário de estado dos negócios da fazenda, à época escrivão da mesa do real Erário, sugeriu um plano de antecipação de receitas por meio da emissão de letras de câmbio.

Contudo, o plano fracassou, pois o descrédito do Erário brasileiro era tal que não houve demanda pelos títulos, apelando-se, então, para o patriotismo do Banco do Brasil, iniciativa que também se mostrou infrutífera, dada sua precária situação de endividamento. A situação fiscal se deteriorou progressivamente ao longo de todo o período 1810-1822 pela situação das províncias (que no futuro viriam a ser os estados), posto que a maior parte da arrecadação fiscal total era utilizada no Rio de Janeiro, o que obrigava o governo central a realizar constantes transferências para socorrer as demais províncias.

Com a declaração da independência em 1822, D. Pedro I nomeou uma comissão para analisar o estado das contas do Tesouro, concluindo-se que

“...(não haviam) ordem e regularidade nas despesas, sendo explorado nas suas rendas e indústrias, agravando-se de ano para ano com o descrédito do Tesouro, e a intervenção nas transações do Banco, que afinal foi arrastado pela onda de desmoralização”. Castro Carreira ([1889] (1980), p. 108)

A reação imediata do Príncipe-regente a essa situação foi autorizar, por decreto em 11 de dezembro de 1822, o seqüestro de todas as propriedades dos súditos portugueses existentes em território brasileiro, além de aumentar para 24% o imposto de importação para o rapé estrangeiro e para as mercadorias provenientes de Portugal. Além disso, já em fevereiro de 1823, por intermédio de outro decreto criaram-se vários impostos e dízimos, como será detalhado posteriormente, para tentar aumentar as receitas do Erário nacional.

A deterioração das contas do Tesouro Público era de tal magnitude que o monarca, num raro exemplo de probidade fiscal, decidiu reduzir voluntariamente suas despesas pessoais de um montante superior a 4.000 contos de réis (que era a dotação concedida anteriormente a D. João VI) a 110 contos de réis, além de vender a herança usufrutuária e a coleção de diamantes de sua família<sup>20</sup>.

A primeira tentativa efetiva de equilibrar as finanças públicas ocorreu com a promulgação da Constituição de 1824 por parte de Dom Pedro I, que contou com a colaboração do referido Marquês de Baependi, criando-se um Parlamento que dividia com o Imperador a autoridade sobre o orçamento e a dívida pública. Esse novo arranjo institucional restringia enormemente a capacidade do monarca de realizar políticas econômicas discricionárias, devido ao poder de veto outorgado ao Parlamento, inaugurando um estilo de *policymaking* que contrastava absolutamente com o governo anterior e com a experiência absolutista de várias nações européias.

---

<sup>20</sup> Nas próprias palavras de D. Pedro I ao Parlamento: “que sendo as despesas da casa de seu pai excedentes de quatro milhões, havia reduzido a sua a um milhão, e que ainda vendo o estado precário do Tesouro limitou-se a receber 110:000\$ para todas as suas despesas; que, não satisfeito de dar o exemplo de economia na sua casa, vigiava sobre todas as repartições modificando suas despesas e obstando seus extravios(...)grandes foram sem dúvida as despesas, mas contudo ainda se não lançou mão da caixa dos dons gratuitos, e seqüestros das propriedades dos ausentes por opiniões políticas; da caixa do empréstimo que se contraiu para a compra de vasos de guerra, que se faziam urgentemente necessários para defesa deste Império, o que tudo existe em ser; e da caixa da administração dos diamantes.”, Castro Carreira, ([1889] (1980), p. 110).

Por outra parte, a Constituição, liberal em sua essência, estabelecia a inviolabilidade do direito de propriedade, incluindo a dívida pública (Artigo 179), transferindo, ao mesmo tempo, a responsabilidade da arrecadação fiscal, orçamento e endividamento para o Parlamento (Artigo 15).

O Parlamento, por sua vez, estava dividido em duas Câmaras: Uma Câmara Alta formada por senadores de cargo vitalício e uma Câmara Baixa constituída por deputados com mandatos por um período de quatro anos. Essa divisão reduzia ainda mais o poder discricionário dos *policymakers* sobre as decisões relativas a gastos e endividamento, posto que as decisões deveriam ser negociadas entre as duas Câmaras.

Outra característica importante da nova Constituição, como lembra Summerhill (2003) era o fato de que o sufrágio estava limitado a homens adultos livres que possuíssem renda, que eram justamente os demandantes dos títulos governamentais. Sendo assim, os possuidores da dívida pública interna desfrutavam de apreciável representação parlamentar, o que reduzia de maneira importante o risco de *default* da mesma, que, como veremos, passou a ser progressivamente a principal fonte de financiamento do governo imperial.

Também vale notar que nem a situação política interna instável, que levaria à abdicação de D. Pedro I em 1831, desviou as atenções das autoridades em relação à necessidade de equilibrar as finanças públicas. Assim, no mesmo ano de 1831 foi sancionada a primeira lei do orçamento pelo Parlamento para o exercício 1831-1832, constituindo-se o Tribunal do Tesouro, composto de um presidente, que era o Ministro da Fazenda, um inspetor geral, um contador geral e um procurador fiscal. Essas mudanças institucionais contribuíram para reorganizar o Tesouro, melhorando a fiscalização das receitas e o registro das despesas, permitindo uma redução do déficit público. Com efeito, como nota Castro Carreira ([1889] (1980), p. 218):

“...Foi esta a primeira lei do orçamento formulada pelo corpo legislativo desde a fundação do Império. Compreende-se a dificuldade com que se teve de lutar para dar regularidade a um serviço até então dependente do capricho, vontade ou interesse daqueles que faziam a distribuição das rendas públicas.

(...)Não se pode desconhecer o espírito de economia que presidiu ao trabalho deste orçamento, e quanto cuidado mereceu a organização do serviço público, que só o tempo e a experiência iriam completando”.

Ao completar a maioria em 1840, assume como Imperador D. Pedro II, que dará continuidade aos arranjos institucionais propiciados pela Carta Magna de 1824, sendo como reconhece Faoro (2000, p. 329): “o príncipe perfeito para conduzir a máquina, maciamente”. A partir de então, como se verá na próxima subseção, serão realizados maiores esforços no sentido de aumentar a arrecadação tributária, contribuindo para reduzir os recorrentes déficits públicos, sem perder de vista o cumprimento de todos os compromissos adquiridos pelo governo, tanto no plano interno como no externo.

Em síntese, a partir da análise anterior poderíamos afirmar que os arranjos institucionais inaugurados pela Constituição de 1824 foram fundamentais para assegurar a sustentabilidade da política fiscal do governo imperial, ao estabelecer um compromisso crível de não “repúdio” à dívida pública brasileira, tanto interna como externa.

Isto provocou uma revolução nas finanças públicas brasileiras sem paralelo na história pós-independência dos outros países latino-americanos, sendo inclusive comparada por Summerhill (2003) às consequências fiscais da Revolução Gloriosa ocorridas na Inglaterra durante o século XVII:

“A criação de um Parlamento com autoridade genuína sobre impostos, despesas e endividamento foi a fonte de um compromisso crível. Na linguagem da política econômica moderna, o estabelecimento de uma legislatura bicameral expandiu o número de agentes com poder de veto envolvidos nas interações estratégicas da definição da política fiscal, restringindo a habilidade da Coroa de aumentar unilateralmente as despesas ou “repudiar” a dívida pública. Os arranjos políticos brasileiros eram claramente similares aos ingleses, onde a Revolução Gloriosa aumentou o poder das novas autoridades do Parlamento, reduzindo a capacidade da Coroa de “repudiar” a dívida e de aumentar suas despesas de forma autônoma.”<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> Summerhill (2003, p. 3). A tradução é nossa.

Na análise que se segue, além do embasamento histórico, que servirá de antecedente para toda a análise econométrica posterior, procurou-se realizar um exame prévio dos dados de receitas tributárias, senhoriagem e dívida pública disponíveis em Castro Carreira ([1889] (1980)). Para tanto, foi necessária a realização de um exame minucioso dos balanços de execução orçamentária ano após ano, pois, em primeiro lugar, como nos recorda Prado Júnior (1977) e Buescu (1973), os dados oficiais de receita fiscal encontram-se avultados pela prática contábil de adicionar os empréstimos de dívida interna ou externa e as emissões monetárias como parte da arrecadação, baixo a rubrica “receitas extraordinárias”. Portanto, para efetuar uma análise da estrutura tributária foi necessário deduzir ano após ano as receitas extraordinárias dos dados totais de arrecadação fiscal, o que será chamado de arrecadação fiscal ordinária.

Além disso, os balanços de execução orçamentária não são apresentados de forma homogênea, variando de acordo com o ano considerado o grau de detalhamento das rubricas, principalmente no que diz respeito às receitas extraordinárias, o que obriga a um estudo mais detalhado das notas explicativas dos balanços, incluindo a consideração dos eventos fiscais e econômicos em geral em cada um dos exercícios.

### **5.1.2. Arrecadação Fiscal**

#### **a) Receitas Tributárias**

De acordo com Deveza (2004), o quadro tributário brasileiro no ano de 1822 pode ser especificado da seguinte forma:

- i) Direitos aduaneiros de entrada, ad valorem, com alíquota de 15% para as mercadorias portuguesas e inglesas, e de 24% para bens provenientes de outros países, excluindo-se os vinhos, licores, azeites e vinagres, com direitos de importação cobrados segundo Tabela especial de 1818<sup>22</sup>; ainda se arrecadavam nas alfândegas direitos de

---

<sup>22</sup> Todavia, o decreto de 30 de dezembro de 1822 fixava em 24% os direitos de importação de mercadorias provenientes de Portugal. Essa maior alíquota iria prevalecer até 24 de setembro de 1828, quando as alíquotas de importação foram uniformizadas em 15%, independentemente do país de origem.

entrada de escravos, de guarda-costas, de reexportação e imposto de ancoragem de navios estrangeiros;

- ii) Dízimos sobre gêneros de cultura e criação de todas as Províncias;
- iii) Impostos de exportação sobre todos os produtos com alíquota de 2%;
- iv) Décima sobre o rendimento líquido anual dos prédios urbanos, ou sobre o valor do aluguel arbitrado;
- v) Sisa de 10% cobrada sobre o valor de todas as compras, vendas e arrematações de bens de raiz;
- vi) Novo imposto de carne verde, constituído pela contribuição de cinco reis em cada arratel de carne fresca de vaca;
- vii) Imposto conhecido como “subsídio literário”, pois era destinado ao pagamento dos mestres-escola;
- viii) Impostos sobre aguardente de consumo;
- ix) Impostos sobre seges, lojas e embarcações, também conhecido como “imposto do Banco”, pois sua arrecadação seria destinada à criação da cota da Fazenda Real no capital do Banco do Brasil;
- x) Imposto sobre o tabaco de corda, cobrado na base de 400 réis por arroba;
- xi) Novos e velhos direitos, que remontavam à legislação portuguesa anterior;
- xii) Direitos sobre os escravos que se despachavam para as minas;
- xiii) Imposto do selo e do papel e décima das heranças e legados;

- xiv) Meia sisa sobre preço dos escravos ladinos;
- xv) Contribuições diversas.

Tal como se pode notar, o sistema tributário brasileiro estava baseado na tributação dos bens de consumo, o que repercutia, evidentemente, nos preços finais, não havendo nenhuma preocupação com a equidade e incidência desses tributos. Em termos de eficiência, dito sistema também apresentava inconsistências, como a sobretaxação interna de alguns produtos, como o açúcar, o tabaco, a aguardente, o gado e o algodão, que também eram gravados de acordo com seus valores de exportação e segundo a contribuição a favor da Junta do Comércio e da Polícia.

Sendo o Brasil, à época do Império, um país agro-exportador, e devido ao precário sistema tributário herdado do período colonial, era natural que a arrecadação fiscal se concentrasse nos direitos aduaneiros de importação, e em menor medida nos impostos de exportação. De fato, tal como se pode notar, a partir da Tabela 1, a participação média dos direitos de importação na arrecadação tributária ordinária foi elevada durante o período 1823-1839, apresentando tendência crescente, ao aumentar de 46,6% durante 1823-1829 para 58,4% durante 1835-1839. No caso dos direitos de exportação, sua participação média em relação ao total foi menos importante, elevando-se de 10,2% durante 1823-1829 para 18% durante 1835-1839.

**TABELA 1 - PARTICIPAÇÕES MÉDIAS DOS TRIBUTOS SOBRE A ARRECADAÇÃO FISCAL ORDINÁRIA DURANTE O PERÍODO 1823-1839 (%)**

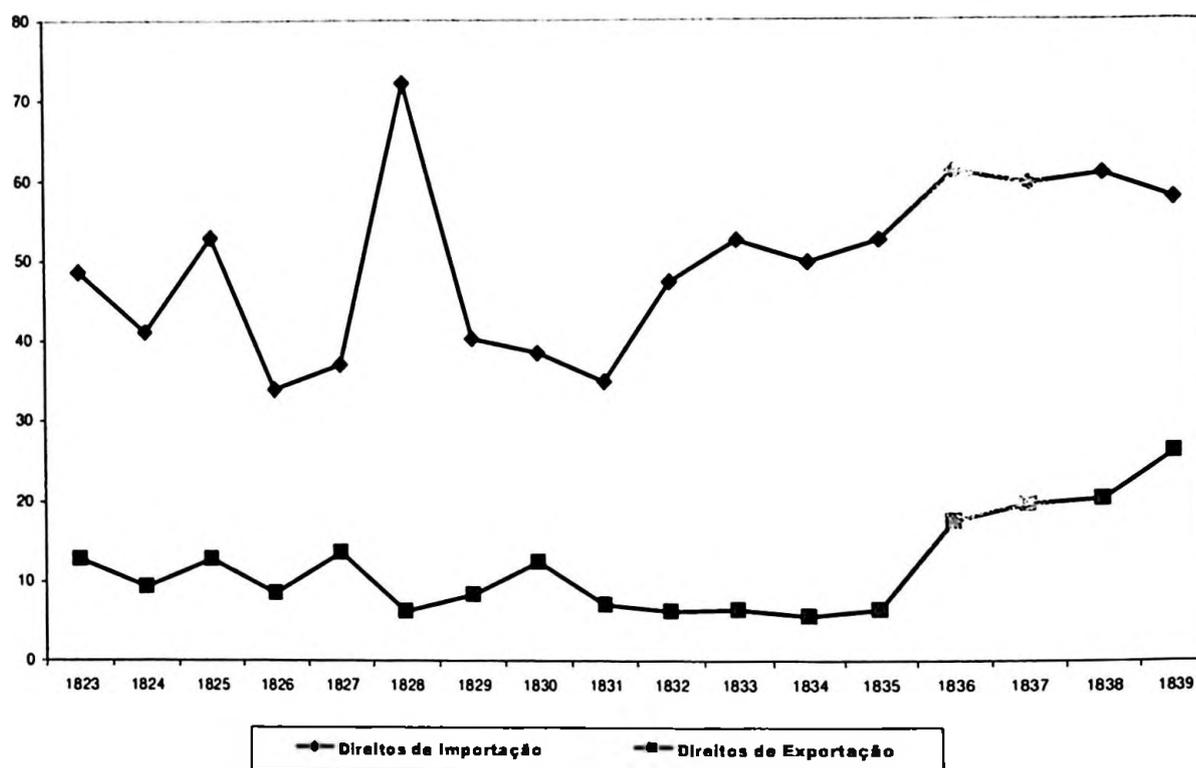
Período	Direitos de Importação	Direitos de Exportação	Outros Impostos
1823-1829	46,6	10,2	43,2
1830-1834	44,6	7,5	47,8
1835-1839	58,4	18,0	23,6

Fonte: Elaboração própria com base em dados de Castro Carreira ([1889] (1980)).

Por outra parte, o Gráfico 2 permite visualizar a evolução durante o período das participações dos direitos de importação e de exportação em relação à arrecadação

tributária ordinária, onde podem perceber-se duas características importantes: a tendência ascendente das duas participações e sua volatilidade, refletindo as flutuações dos mercados externos, além da própria variação cambial ocorrida no período.

**GRÁFICO 2 - EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DOS DIREITOS DE IMPORTAÇÃO E EXPORTAÇÃO SOBRE AS RECEITAS TRIBUTÁRIAS ORDINÁRIAS: 1823 – 1839 (%)**



Fonte: Elaboração própria com base em dados de Castro Carreira ([1889] (1980)).

Por sua vez, com relação à situação orçamentária das províncias, cabe destacar que estas não gozavam de autonomia orçamentária, pois a Constituição de 1824 não conferiu a seu Conselho Geral competência para legislar sobre tributos, cuja iniciativa era atribuição privativa da Câmara dos Deputados (Artigo 36). As receitas e despesas provinciais deveriam ser estabelecidas pelos Conselhos Gerais, de acordo com as propostas dos Presidentes das Províncias, que enviariam seus orçamentos à Câmara dos Deputados, para sua correção e aprovação pela Assembléia Geral. Por outro lado, a reforma constitucional de agosto de 1834 substituiu os Conselhos Gerais pelas Assembléias Provinciais, autorizando-as a legislar sobre a fixação de despesas e impostos, contanto não contrariassem as “imposições gerais do Estado”.

Todavia, segundo Deveza (2004), apesar da maior autonomia política concedida às Províncias a partir da reforma constitucional anterior, estas permaneceram restritas em quanto a real possibilidade de criar novos impostos, posto que era vedado às

Assembléias Provinciais legislar sobre os impostos de importação, que como veremos, por muitos anos constituiriam a principal fonte de arrecadação do governo brasileiro<sup>23</sup>.

De qualquer forma, o orçamento votado em 1834 para o exercício 1835-1836 dispôs, entre outras modificações, que o governo geral fosse autorizado a suprir as províncias cujas rendas não chegassem para suas despesas, desde que estas não excedessem às orçadas. A disposição desse artigo, contudo, não impedia que as Assembléias Provinciais aumentassem suas despesas, contanto fossem criadas novas receitas<sup>24</sup>.

O sistema tributário herdado pelo Segundo Reinado não diferia fundamentalmente do que foi exposto anteriormente, destacando-se a diminuição das participações médias sobre as receitas tributárias ordinárias dos impostos de importação, e, principalmente, dos direitos de exportação, que passaram de 58,3% e 17,2%, respectivamente, durante o período 1840-1844, para 57,2% e 12,3%, respectivamente, durante o período 1885-1889, tal como pode ser visualizado na Tabela 2.

---

<sup>23</sup> Para mais detalhes, ver Deveza (2004), p. 82-84.

<sup>24</sup> Na prática, porém, segundo Deveza (2004) “as Províncias(...)para atenuar suas dificuldades financieras, [não tinham outra alternativa] senão invadir, amiúde, o campo de tributação do governo central” (p. 84). Esse mesmo fato é observado diversas vezes ao longo do período imperial nos relatórios dos Ministros da Fazenda dirigidos à Assembléia Geral, como pode ser visto em Castro Carreira, ([1889] (1980)). Inclusive, as Províncias em muitas ocasiões, contrariando o disposto na lei de 15 de novembro de 1831, cobravam imposições sobre mercadorias transportadas entre as mesmas Províncias.

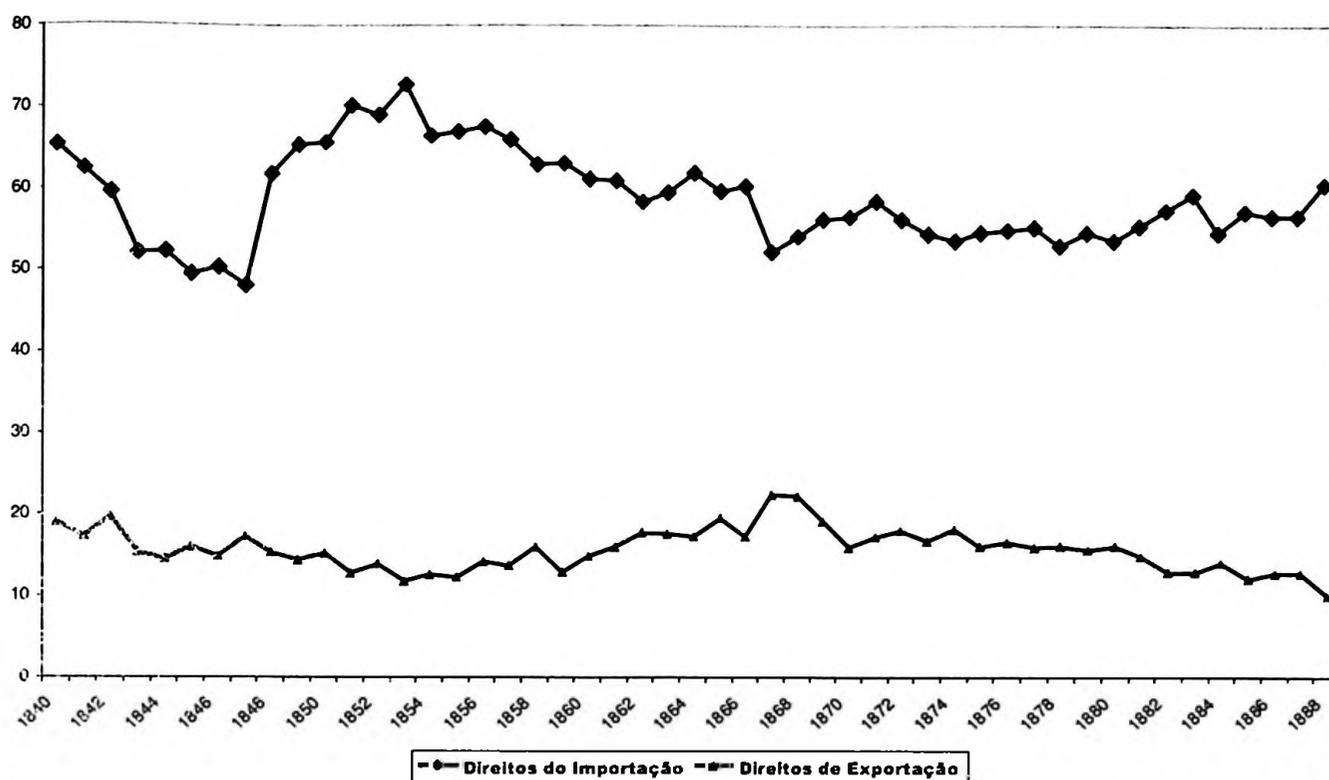
**TABELA 2 - PARTICIPAÇÕES MÉDIAS DOS TRIBUTOS SOBRE A ARRECADAÇÃO FISCAL ORDINÁRIA DURANTE O SEGUNDO REINADO (1840-1889) - (%)**

Período	Direitos de Importação	Direitos de Exportação	Outros Impostos
1840-1844	58,3	17,2	24,5
1845-1849	55,0	15,5	29,5
1850-1854	68,8	13,2	17,9
1855-1859	65,3	13,8	20,9
1860-1864	60,4	16,7	22,9
1865-1869	56,5	20,1	23,3
1870-1874	55,9	17,2	26,8
1875-1879	54,5	16,1	29,4
1880-1884	56,1	14,2	29,7
1885-1889	57,2	12,3	30,4

Fonte: Elaboração própria com base em dados de Castro Carreira ([1889] (1980)).

O exame do Gráfico 3 permite confirmar as conclusões anteriores, ainda que a tendência de decréscimo da participação dos direitos de exportação sobre as receitas tributárias ordinárias se mostre menos acentuada. Também chama a atenção o aumento da importância dos direitos de importação ocorrido durante o período 1848-1860, e que pode ser atribuído aos efeitos defasados da implementação da Tarifa Alves Branco a partir de 1844, ano de expiração do acordo com a Inglaterra, que elevou as alíquotas de importação de artigos estrangeiros que fossem produzidos internamente. A alíquota da maioria dos bens foi elevada para 30%, implementando-se também taxas inferiores, que flutuavam entre 2% e 25%, e superiores, que variavam de 40% a 60%.

**GRÁFICO 3 - EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DOS DIREITOS DE IMPORTAÇÃO E EXPORTAÇÃO SOBRE AS RECEITAS TRIBUTÁRIAS ORDINÁRIAS:**



Fonte: Elaboração própria com base em dados de Castro Carreira ([1889] (1980)).

A análise anterior sugere que, ao longo do Segundo Reinado, o impacto fiscal dessa medida, em termos de aumento da arrecadação tributária, é bem menor do que sugere Furtado (1974). Por outra parte, existe certa controvérsia entre alguns autores sobre o verdadeiro grau de proteção concedido à indústria nacional a partir da aplicação da Tarifa Alves Branco, criticando-se sua natureza “puramente fiscal”. Não cabe ao presente trabalho dirimir sobre essa questão, mas Buescu (1985) conclui que a tarifa média aplicada às manufaturas alcançava 45%, o que revelaria certo grau de protecionismo.

De qualquer forma, outras alterações nas tarifas de importação se sucederam à anterior, privilegiando um caráter mais protecionista, como a tarifa de 1857, que reduzia os direitos que incidiam sobre os alimentos, instrumentos e utensílios utilizados na lavoura e a Tarifa Silva Ferraz de 1860, que procurava diminuir as alíquotas de importação de matérias primas e alimentos em geral.

Uma tentativa mais aprofundada de aumentar a arrecadação ocorreu em 1867, com a votação da lei nº 1.507, que alterava os impostos vigentes e implementava novas contribuições, como o imposto de 3% sobre o rendimento locativo, o imposto de 3%

sobre os vencimentos pagos pelos cofres públicos gerais (um primeiro ensaio de imposto de renda) e o imposto de 1,5% sobre os benefícios distribuídos anualmente pelas sociedades anônimas.

A essa “reforma tributária” seguiram-se outras elevações de tarifas aduaneiras, mais orientadas à elevação das receitas tributárias, mas sem deixar de considerar as crescentes demandas protecionistas. Assim, aprovaram-se a Tarifa Itaboraí em 1869; a reforma aduaneira de 1874; a nova tarifa de 1879; a tarifa provisória de 1881; Tarifa Belisário de Souza de 1887; a tarifa móvel e a tarifa especial e integral das Alfândegas do Rio Grande do Sul, ambas de 1889<sup>25</sup>.

Apesar de todas essas alterações, não se poderia dizer que a estrutura tributária vigente em 1889 diferisse fundamentalmente daquela descrita para o período que inclui o Primeiro Reinado e a Regência, novamente com intensa participação dos direitos de importação e exportação sobre as receitas tributárias totais auferidas pelo Tesouro (56% e 11%, respectivamente). Essa excessiva dependência dos direitos aduaneiros como fonte de arrecadação, como foi mencionado anteriormente, foi responsável pelo elevado grau de flutuação das receitas fiscais, o que, como veremos mais adiante, aliado ao crescimento das despesas públicas, muitas vezes também inesperado, contribuiu para o surgimento de uma situação crônica de déficits públicos durante o Império.

Também é importante notar, que, durante o Brasil-Império, o baixo nível de renda per capita do mercado consumidor tampouco deixava espaço para uma elevação importante da arrecadação por parte dos impostos cobrados sobre os bens produzidos e comercializados internamente. Além disso, as incipientes tentativas de tributação da renda e dos lucros das sociedades anônimas, em parte por oposição política das classes mais abastadas, provaram ser pouco produtivas, do ponto de vista da arrecadação.

Como conclui Deveza (2004, p. 101):

“O Império chegou a seu termo, sem ter podido fundar um sistema tributário ao menos que satisfizesse a estes dois fins: 1) uma distribuição e arrecadação conscientemente

---

<sup>25</sup> Para uma síntese detalhada de cada uma dessas reformas aduaneiras, ver Deveza (2004), p. 92 -100.

baseadas nas condições econômicas do país; 2) uma divisão razoável das contribuições públicas, entre a receita geral do Império e a receita particular das Províncias”.

Contudo, em termos de uma conclusão, do ponto de vista histórico, sobre a sustentabilidade fiscal do governo brasileiro durante o Brasil-Império, as fragilidades detectadas anteriormente em seu sistema tributário não são totalmente preponderantes, pois, deve-se analisar também a situação e evolução histórica das despesas governamentais, da senhoriagem e da dívida pública. Essas duas últimas variáveis, como se sabe, podem ser utilizadas como meios alternativos de equilíbrio intertemporal das finanças públicas do governo imperial.

#### b) Senhoriagem

Não há dúvidas de que o governo brasileiro, durante o período do Império, utilizou, em muitos casos, a senhoriagem como fonte adicional de arrecadação, realizando emissões para financiar déficits orçamentários do Tesouro.

Porém, nos parece exagerada e carente de fundamentos empíricos as afirmações de alguns autores de que a emissão monetária constituía o principal fator de financiamento do orçamento público do período imperial, que apresentou uma situação de déficits recorrentes, como podemos observar, por exemplo, no exposto por Furtado (1974, p. 97):

“É necessário ter em conta a quase inexistência de um aparelhamento fiscal no país, para captar a importância que na época cabia às aduanas como fonte de receita e meio de subsistência do governo. Limitado o acesso a essa fonte, o governo central se encontrou em sérias dificuldades financeiras para desempenhar suas múltiplas funções na etapa de consolidação da independência. A eliminação do entreposto português possibilitou um aumento de receita. Mas, efetuado esse reajustamento, o governo se encontrará praticamente impossibilitado de aumentar a arrecadação até que expire o acordo com a Inglaterra em 1844. A experiência dos anos vinte – primeiro decênio da vida independente é ilustrativa e explica grande parte das dificuldades dos dois decênios subsequentes. Nesse período o governo central não consegue arrecadar recursos, através do sistema fiscal, para cobrir sequer metade dos seus gastos agravados com a guerra na

Banda Oriental. *O financiamento do déficit se faz principalmente com emissão de moeda-papel, mais que duplicando o meio circulante durante o referido decênio...*<sup>26</sup>.

O mesmo tipo de afirmação também pode ser encontrado em Faoro (2000, p. 367):

“O déficit orçamentário, ano a ano, corroía a ordem financeira, projetando maiores empréstimos e elevando os encargos. O papel do Banco do Brasil será o expediente único para enfrentar a crise”.

Até mesmo alguns historiadores econômicos, mais afeitos à análise quantitativa, como por exemplo, Buescu (1973, p. 155 e 157), chegam a conclusões similares:

“O caso do cobre foi dos mais tumultuados. O próprio Governo abusou das emissões da moeda divisionária de cobre para cobrir seus déficits, supervalorizando o cobre(...)As emissões do Banco do Brasil foram também, como é notório, abusivas e inflacionárias, visto como atendiam mais às necessidades dos déficits governamentais do que às da economia, tanto é que, na sua liquidação em 1829, o Banco do Brasil tinha em circulação notas no valor de 19.175 contos e a dívida do Governo perante o Banco montava a 18.301 contos. A desmoralização dessas notas fica patente ao constatar-se que em 1829 o ouro gozava de um ágio de 190%; a prata, de 110%; e o próprio cobre, de 40% em relação às notas do Banco(...)Emissão de papel-moeda ou de bilhão de cobre era recurso habitual para cobrir os déficits”.

Sobre essas afirmações, e para justificar o anteriormente exposto, será necessário realizar algumas observações. Em primeiro lugar, como o próprio Buescu (1973) também reconhece, na década seguinte à declaração de Independência houve numerosas falsificações das moedas de cobre (xem-xem) nas Províncias, provocando elevação dos preços, principalmente na Bahia. Além disso, também existia cunhagem privada e cobre proveniente do estrangeiro, sem contar a emissão de valores dos bancos comerciais criados durante 1826-1850, que funcionavam como quase-moedas. Tudo isso mostra que o Governo não era o único responsável pela cunhagem desordenada de moedas de cobre que preocupou as autoridades econômicas nos primórdios do Império.

---

<sup>26</sup> O grifo é nosso.

Em segundo lugar, apesar do período 1822-1829 ter sido apontado tradicionalmente como sendo de elevada expansão dos meios de pagamento, com o intuito de financiar os elevados gastos públicos, levando, inclusive, à liquidação do primeiro Banco do Brasil em 1829, um exame mais detalhado dos dados disponíveis permitiria qualificar essa apreciação.

Realizou-se uma tentativa de aproximar a senhoriagem utilizada pelo governo imperial para financiar os déficits públicos a partir da análise dos balanços orçamentários apresentados em Castro Carreira ([1889] (1980)). Em alguns casos, a emissão monetária aparece explicitada como fonte de arrecadação adicional do Tesouro, mas em vários exercícios foi necessário aproximá-la utilizando-se as cifras das receitas extraordinárias que incluem o endividamento interno e externo e os depósitos efetuados no caixa do Tesouro, que abrangem uma parte da senhoriagem utilizada. Nos casos em que não existe decomposição suficiente para as receitas extraordinárias, optou-se por sua inclusão, junto aos depósitos e à emissão de moedas de níquel, somente nos exercícios em que não houve aumentos do endividamento interno e externo, reduzindo com isso a possibilidade de superestimar a senhoriagem utilizada pelo governo para financiar o déficit público.

Para efeitos de análise, procedeu-se a estimar a participação das emissões de moeda na arrecadação fiscal que inclui a senhoriagem (receitas ordinárias e extraordinárias). Assim, inicialmente, para o período 1823-1839, pode-se verificar, de acordo com a Tabela 3, que dita participação é geralmente pouco expressiva, salvo no caso de alguns anos.

Assim, nos anos 1827 e 1828 a elevada importância da senhoriagem poderia estar associada às necessidades de recursos por parte do Tesouro para financiar a Guerra da Cisplatina. Porém, nesses dois anos não foi possível, a partir do exame da execução orçamentária do Tesouro, decompor o financiamento “extraordinário” do gasto público entre emissão de letras de câmbio e apólices e emissão monetária, razão pela qual se poderia dizer que a importância da senhoriagem em relação à arrecadação fiscal total encontra-se, pelo menos em parte, superestimada nesses dois exercícios.

Pelo contrário, a expressiva participação da senhoriagem como elemento adicional de arrecadação verificada em 1839, e que foge ao padrão observado durante todo o período analisado, explica-se pela necessidade de financiar gastos extraordinários dos Ministérios do Exército e da Marinha, que enfrentavam a Revolta dos Balaios (Balaiada) no Maranhão e, principalmente, a Revolução Farroupilha no Rio Grande do Sul. Para tal fim, um decreto de 23 de outubro daquele ano autorizava o governo a emitir papel-moeda, de acordo com as necessidades do Tesouro.

De qualquer forma, mesmo considerando os anos 1827 e 1828, a importância da senhoriagem como instrumento adicional de arrecadação em relação às receitas totais (ordinárias e extraordinárias) é, em geral, reduzida durante todo o período que inclui o período 1823-1839, alcançando um valor médio de 14,2.

**TABELA 3 - PARTICIPAÇÃO DA SENHORIAGEM NA ARRECADAÇÃO FISCAL TOTAL:  
PERÍODO 1823-1839 (%)**

1823	15,7
1824	12,3
1825	5,9
1826	3,5
1827	45,2
1828	37,2
1829	14,7
1830	11,1
1831	3,8
1832	21,8
1833	6,1
1834	8,4
1835	3,2
1836	9,2
1837	1,1
1838	3,9
1839	38,1

Fonte: Elaboração própria com base em dados de Castro Carreira ([1889] (1980)).

Os resultados anteriores poderiam ser reflexo da influência do pensamento *metalista*, que dominou a formulação da política monetária durante grande parte do Império, como pode ser notado nos pronunciamentos de diversos ministros da Fazenda

à Assembléia Legislativa ao longo desse período<sup>27</sup>. Essa corrente de pensamento, de cunho ortodoxo e ligada na prática ao estabelecimento do padrão-ouro, defendia a instituição da moeda metálica e restrições ao sistema bancário, opondo-se aos *papelistas*, ou escola de intermediação, favoráveis ao estabelecimento do papel-moeda.

Não obstante, na segunda metade do período 1840-1850, houve uma reação *metalista* ao rápido crescimento do sistema bancário, que se materializou na lei de 1846, que estabeleceu a paridade entre o ouro e os contos de réis. Contudo, a taxa de câmbio de mercado nesse momento estava abaixo do nível da paridade legal, o que obrigou o governo a efetuar drástica redução do estoque de moeda, culminando com a extinção dos bancos emissores e unificação dos serviços bancários no segundo Banco do Brasil, criado em 1853.

As qualificações expressas anteriormente encontram-se bem sintetizadas por Peláez e Suzigan (1976, p. 83):

“...enquanto a política econômica do Governo, no período 1808/29, era eminentemente inflacionária – consistindo na criação de moeda para financiamento dos déficits orçamentários – no período 1840/50 foi eminentemente deflacionária, com reflexo no esforço de valorização da taxa de câmbio ao nível da paridade de ouro de 1846.”

Essa tendência deflacionista continuaria até o final do período imperial, como é registrado por Franco (1983, p. 30 e 32):

“O Segundo Império é tido, em geral, como um período no qual a administração monetária teria sido marcadamente conservadora e, apesar de alguns poucos períodos de exceção, a economia teria estado sob um contínuo viés deflacionista(...)Uma maneira de captar a intenção deflacionista da política monetária durante a maior parte da década de oitenta é atentar para a aversão das autoridades em recorrer à emissão de moeda para financiar os déficits do Tesouro(...)Em virtude da constante presença de déficit orçamentário, só foi possível manter estável o estoque das moedas emitidas ao custo de uma dívida pública crescente.”

---

<sup>27</sup> Ver Castro Carreira ([1889] (1980)).

De fato, tal como mostra a Tabela 4, a participação da senhoriagem em relação à arrecadação total durante o Segundo Reinado é também, em geral, bastante reduzida, alcançando um valor médio de 6,2%, o que revela uma tendência decrescente em relação aos valores registrados durante o período 1823-1839.

**TABELA 4 - PARTICIPAÇÃO DA SENHORIAGEM NA ARRECADAÇÃO FISCAL TOTAL:  
SEGUNDO REINADO (1840-1889) (%)**

1840	4,4	1850	3,6	1860	1,9	1870	3,1	1880	3,4
1841	18,1	1851	5,4	1861	0,7	1871	3,4	1881	2,1
1842	3,9	1852	4,7	1862	3,2	1872	2,2	1882	1,3
1843	3,6	1853	4,2	1863	3,8	1873	3	1883	2,9
1844	13,3	1854	2,1	1864	1,2	1874	2,5	1884	2,7
1845	15,5	1855	1,6	1865	2,5	1875	3,4	1885	3,8
1846	15,7	1856	2,2	1866	17,9	1876	2,6	1886	2,4
1847	15,4	1857	2,5	1867	41,3	1877	27,1	1887	2,4
1848	3,7	1858	2,0	1868	17,0	1878	8,7	1888	2,2
1849	4,3	1859	1,8	1869	5,5	1879	1,2	1889	2,2

Fonte: Elaboração própria com base em dados de Castro Carreira ([1889] (1980)).

Uma das exceções a esse padrão de comportamento observado pode ser encontrada durante o período 1865-1869, onde o Tesouro viu-se obrigado a utilizar a emissão monetária, além do endividamento interno e externo, para financiar a longa e dispendiosa Guerra do Paraguai. Nesse caso, pode-se constatar que a participação das emissões de papel moeda na arrecadação fiscal total aumenta de 2,5% em 1865 – ano de início do conflito bélico – para 17,9% em 1866, alcançando um máximo de 41,3% em 1867, para reduzir-se a 5,5% em 1869 – ano que marca o fim do referido conflito.

A outra exceção registrou-se no ano 1877, quando a importância da senhoriagem em relação à arrecadação total elevou-se a 27,1%, devido aos gastos extraordinários assumidos pelo Tesouro em decorrência da seca ocorrida nas Províncias do norte.

Em suma, de acordo com a análise histórica, apoiada em exames preliminares dos dados disponíveis, podemos concluir que, embora a senhoriagem tenha sido utilizada como arrecadação adicional para financiar os déficits do Tesouro, esse

expediente não constituiu sua principal fonte de financiamento, como vários autores pretendem afirmar, exibindo maior importância somente em ocasiões pontuais: 1827-1828; 1839; 1865-1869 e 1877.

Essa conclusão implica que, do ponto de vista da sustentabilidade fiscal, a senhoriagem, tal como a arrecadação tributária, não deveria desempenhar um papel preponderante no equilíbrio orçamentário intertemporal do governo imperial, principalmente ao considerar o comportamento crescente e errático exibido pelos gastos públicos, como se verá na próxima subseção.

### **5.1.3. Gasto Público**

Apesar da constante preocupação com o equilíbrio orçamentário manifestada em pronunciamentos do Trono e de vários Ministros da Fazenda durante o período do Império, as necessidades de despesas do governo superaram as receitas em praticamente todos os exercícios. Alguns autores, como Prado Júnior (1973, p. 139), atribuem essa situação em parte à inépcia e despreparo das autoridades econômicas da época:

“Para fazer frente a esse aumento considerável de gastos, o Tesouro Público não contava com grande coisa. O sistema financeiro até então existente era excessivamente rudimentar e inelástico. Seria preciso uma remodelação completa; mas isto não se fez. Em parte por incapacidade (pois herdamos com os quadros administrativos da metrópole, a rotina burocrática de uma nação decadente como era Portugal)”.

Contudo, como lembra Buescu (1973), apesar de haver alguma dose de verdade na afirmação anterior, posto que durante a época do Império realmente o país carecia de quadros técnicos com preparo administrativo, existem condicionamentos históricos para o déficit público crônico, não apenas do lado administrativo, mas também, como foi mencionado, do lado da insuficiente e flutuante arrecadação tributária, e, como será visto, do lado do gasto público.

Do ponto de vista da política fiscal, a expansão do gasto público observada durante o período imperial não poderia ser justificada por um viés intervencionista, posto que, atendendo à ideologia liberal predominante no campo econômico e político

desde a declaração de Independência, o governo imperial interferia relativamente pouco nos mercados<sup>28</sup>. De acordo com isso, essa expansão deve ser atribuída a outras causas.

Em primeiro lugar, durante os anos trinta e quarenta do século XIX, a redução persistente dos preços do açúcar e do algodão provocou uma importante queda na atividade econômica das províncias do norte. Além disso, a decadência da mineração do ouro, com seus reflexos negativos nas atividades pecuárias, também foi responsável por uma deterioração considerável da economia da região sul do país. O elevado clima de insatisfação ocasionado por essas crises econômicas culminou na eclosão de inúmeras rebeliões armadas no norte e na prolongada guerra civil no extremo sul. Assim, tal como menciona Furtado (1974, p. 96):

“Nos anos trinta e quarenta do século XIX o Brasil viveu um período praticamente ininterrupto de revoltas e guerra civil. Pará, Mato Grosso, Ceará, Pernambuco, Bahia, Minas Gerais, São Paulo, Mato Grosso e Rio Grande do Sul atravessam convulsões internas. No Pará, no Ceará e em Pernambuco o período de convulsões durou anos, e no Rio Grande do Sul a guerra civil se estendeu por decênios.”

Além dos gastos ocasionados pela necessidade de manter a paz e a unidade do território nacional, outra fonte exógena de despesas no começo do governo imperial foi a Guerra da Cisplatina, na qual o Brasil lutou contra a Argentina pela posse da Banda Oriental, atual Uruguai, e que se estendeu de 1825 a 1828.

Com efeito, de acordo com a Tabela 5, que mostra a distribuição média das despesas públicas totais durante o período da Regência em termos dos principais ministérios, pode-se notar a constante importância dos gastos relativos aos Ministérios do Exército e da Marinha, com ligeiro decréscimo da participação média em relação ao gasto público total de 44,1% no período 1823-1829 para 42,1% durante 1835-1839.

---

<sup>28</sup> Exceto, talvez, pela geração e manutenção de entraves burocráticos e pelo controle do crédito privado que terminaram por inibir o desenvolvimento das empresas privadas. Para mais detalhes, ver Summerhill (2003), p. 16-20.

**TABELA 5 - DISTRIBUIÇÃO MÉDIA DO GASTO PÚBLICO TOTAL EM TERMOS DOS PRINCIPAIS MINISTÉRIOS: PERÍODO DA REGÊNCIA (1823-1839) (%)**

	IMPÉRIO	EXERCITO E MARINHA	FAZENDA
1823-1829	6,6	44,1	39,1
1830-1834	9,9	37,8	42,5
1835-1839	7,8	42,1	44,2

Fonte: Elaboração própria com base em dados de Castro Carreira ([1889] (1980)).

Por outro lado, como menciona Buescu (1974), não se pode descartar que a expansão apreciável do gasto público do governo imperial também teve causas endógenas, tais como a necessidade da organização administrativa inicial do país, que requereu o estabelecimento das Secretarias de Estado, do Conselho de Estado, do Conselho da Fazenda, entre outros órgãos. Além disso, também se pode contar como fator explicativo endógeno do crescimento da despesa pública a implantação tanto de instituições relacionadas com o setor público, como, por exemplo, a Academia Militar, os arsenais e as fábricas de pólvora, como aquelas de natureza puramente cultural, como arquivos e bibliotecas.

Contudo, uma parte desse incremento também pode ser explicada pelo progressivo aumento do funcionalismo público e a elevação desproporcional das verbas destinadas aos servidores aposentados. Essa situação fica patente na análise de Castro Carreira ([1889] (1980), p. 667 e 668), que, ademais, aborda aspectos de perda de eficiência do serviço público devido ao crescimento desordenado do funcionalismo:

“O aumento do funcionalismo é um fato que chama logo a atenção daquele que estuda a marcha do orçamento, é um vício de administração que em lugar de encontrar corretivo no seu mal resultado, pelo contrário progride na razão direta dos pretendentes e patronos; o funcionalismo é um cancro que devora e aniquila as forças do país prejudicial não só pelo aumento das despesas, como pela desorganização do serviço. Além do que em alguns relatórios dizem os respectivos ministros a este respeito, torna-se notável a opinião do Visconde de Ouro Preto quando diz que o cunho característico dessa multiplicidade de secretarias, diretorias, recebedorias, etc., que tanto pesam sobre o orçamento, é criar empregos, que um empregado faz o mesmo trabalho do outro sem maior proveito, que disto resulta que o mais insignificante negócio é resolvido com

demora prejudicial às partes e ao Estado, pesando o trabalho sobre poucos zelosos e diligentes, enquanto o grande número folga ou limita-se a reproduzir; tendo ainda o grande inconveniente de dividir a responsabilidade, que multiplicada por muitos, uns descansam sobre outros(...)Na classe do funcionalismo figura a dos aposentados, que não pode passar despercebidos pelo abuso, que se tem dado a essa garantia, que a lei reservou ao amparo do empregado inutilizado pelo serviço público ou nele encanecido; a verba destes funcionários compreendidos ou reformados de mar e terra avulta por mais de 2.000:000\$, e a de pensionistas em mais de 1.500:000\$000.”

Em termos da Tabela anterior, esse tipo de despesa está incluída no gasto total do Ministério da Fazenda, que também inclui, entre outros itens, os gastos com o serviço da dívida pública interna e externa, que, em todo caso, responde pela maior parte das cifras. Não foi possível obter maior detalhamento dos gastos desse ministério, mas pode-se notar que sua participação média no gasto público total apresentou tendência crescente, aumentando de 39,1% durante 1823-1839 para 44,2% no período 1835-1839.

Apesar da relativa tranquilidade interna vivida durante a segunda metade do século XIX, a Tabela 6 permite mostrar que os gastos militares continuaram apresentando elevada participação durante as décadas de 1850 e 1860, com participações médias no gasto público total de aproximadamente 42,5% e 43,5%, respectivamente. Em particular, como foi mencionado anteriormente, a Guerra do Paraguai foi particularmente onerosa para as arcas fiscais, explicando a máxima participação alcançada pelos gastos bélicos em termos das despesas públicas totais durante o período 1865-1869 (58,6% em média). Posteriormente, a partir de 1870, essa participação apresenta progressiva redução.

**TABELA 6 - DISTRIBUIÇÃO MÉDIA DO GASTO PÚBLICO TOTAL EM TERMOS DOS PRINCIPAIS MINISTÉRIOS: SEGUNDO REINADO (1840-1889) (%)**

Período	Império	Exército e Marinha	Fazenda
1840-1844	9,9	45,5	37,7
1845-1849	13,7	39,5	38,3
1850-1854	12,6	45,8	28,8
1855-1859	18,2	42,4	29,5
1860-1864	8,8	38,7	32,4
1865-1869	3,2	58,6	26,0
1870-1874	5,6	33,2	36,7
1875-1879	13,2	20,9	35,1
1880-1884	6,3	24,0	40,7
1885-1889	6,5	17,3	42,6

Fonte: Elaboração própria com base em dados de Castro Carreira ([1889] (1980)).

Por sua vez, as despesas do Ministério da Fazenda, explicadas principalmente pelos gastos com os serviços da dívida interna e externa – agravados com as desvalorizações cambiais, além das garantias de juros para investimentos de infraestrutura, constituíram outro fator preponderante para a explicação do comportamento ascendente do gasto público brasileiro observado durante o Segundo Reinado. Como também pode ser observado na Tabela 6, a participação média desse ministério sobre o gasto público total manteve-se relativamente elevada em todo esse sub-período, apresentando tendência crescente, passando de 37,7% durante 1840-1844 para 42,6% durante 1885-1889.

Outro item de despesa do Ministério da Fazenda que passa a ter maior importância na explicação da elevação do gasto público durante o Segundo Reinado são as despesas com obras públicas, que em sua maioria representavam gastos de capital, principalmente em infraestrutura, como no caso das ferrovias. Essas despesas são contabilizadas no Ministério da Fazenda, e de acordo com Goldsmith (1986), sua participação média no gasto público total, aumentou de 18,4% durante o começo dos anos 1870 até cerca de 28,5% no final da década de 1880. Também se destacam as despesas efetuadas para o controle de epidemias como o cólera, os recursos destinados

ao apoio da agricultura após a abolição da escravidão e os gastos decorrentes do apoio dado às Províncias do norte, que como foi mencionado anteriormente, sofreram os efeitos de severa seca em 1877.

Como conclusão, poder-se-ia dizer que o gasto público brasileiro apresentou tendência notadamente crescente ao longo de todo o período imperial. Esse comportamento pode ser atribuído por uma parte, a fatores exógenos, tais como as rebeliões internas que ocorreram até 1850, as guerras em que o Brasil se viu envolvido (Guerra da Cisplatina e do Paraguai), além dos choques climáticos, como a seca de 1877.

Por outro lado, também são importantes os fatores endógenos, tais como os gastos relacionados ao investimento público em infra-estrutura, principalmente durante o Segundo Reinado, e as despesas relativas ao serviço da dívida interna e externa que o Tesouro adquiriu durante o período imperial.

Em termos da sustentabilidade fiscal, poder-se-ia afirmar que a evolução das despesas, principalmente aquelas de caráter exógeno e, na maioria dos casos, inesperado, dificultava ainda mais o equilíbrio orçamentário. Frente a uma estrutura tributária, que pelos motivos anteriormente expostos, não era capaz de acompanhar essa dinâmica, o Tesouro acumulou 61 déficits em um total de 67 exercícios orçamentários<sup>29</sup>.

#### **5.1.4. Dívida Pública**

Não obstante o anterior, antes de chegar a uma conclusão sobre a sustentabilidade da política fiscal do governo imperial, será necessário analisar o comportamento da dívida pública interna e externa, o que será efetuado nessa subseção.

##### **a) Dívida Externa**

Como foi mencionado anteriormente, o Brasil recém-independente herdou uma situação fiscal bastante deteriorada, consistente em um conjunto de dívidas internas e

---

<sup>29</sup> Esse resultado considera, como é devido, unicamente as receitas ordinárias, excluindo-se o endividamento interno e externo e emissão de moeda pertencentes às receitas extraordinárias, como foi exposto anteriormente.

apreciável déficit público. Como foi visto, esse desequilíbrio perdurou em quase todos os exercícios do período imperial, levando o governo brasileiro a contrair numerosos empréstimos em Londres.

Assim, dois anos após à declaração da Independência, o Tesouro Nacional contraiu um empréstimo de £3.000.000, para financiar o déficit público. O empréstimo seria realizado em dois tempos: a primeira parte corresponderia a £1.000.000 e seria entregue em 13 de agosto de 1824 e o restante seria liberado em 12 de janeiro de 1825, cobrando-se em ambos casos uma taxa de juros anual equivalente a 5%<sup>30</sup>.

Contudo, a firma londrina que efetuou o empréstimo não cumpriu com a segunda parte do mesmo, levando o governo brasileiro a contratá-la com a firma de Rothschild em 1825, inaugurando uma relação que se prolongaria por todo o regime imperial. Porém, esse segundo empréstimo externo não gerou, na prática, nenhum recurso adicional para o Tesouro nacional, posto que o Brasil em 29 de agosto de 1825 havia participado de uma convenção com Portugal, tomando para si o pagamento de uma dívida contraída pelo governo desse país em 1823 com os ingleses, como indenização pelo seqüestro de propriedades de origem portuguesa no Brasil pertencentes tanto a privados como à Coroa. O governo português, em troca, comprometia-se a reconhecer a independência do Brasil. Destarte, os £2.000.000 restantes foram utilizados no pagamento da dívida anterior.

Um detalhe interessante desse empréstimo é que este foi o único caso em que o Brasil deixou de realizar regularmente sua amortização e suspendeu durante alguns anos o pagamento de juros. Todavia, este episódio não é considerado como sendo um de *default* propriamente tal por parte do governo brasileiro, pois havia disputas entre o Brasil e Portugal em relação a quem pertencia a responsabilidade do pagamento. De qualquer forma, na liquidação final, o governo brasileiro satisfaz todos os compromissos do contrato, cancelando-se a dívida total.

---

<sup>30</sup> Na prática, não obstante, a taxa de juros cobrada nos empréstimos externos contraídos pelo Brasil era maior que o valor contratual, pois em muitas ocasiões, em termos líquidos o governo desses países recebia uma percentagem do valor contratado, definida pelo "tipo" do contrato de crédito. Nesse caso, por exemplo, o tipo era 75, ou seja, o Brasil pagava juros sobre o valor total, mas na prática recebia 75% do empréstimo. Além disso, era prática comum pagar uma comissão pela negociação.

O terceiro empréstimo externo foi contratado em Londres em 1829 com o propósito de cobrir o pagamento de juros dos empréstimos realizados anteriormente, levantando-se uma quantia equivalente a £400.000 com juros anuais de 5%.

Logo após a abdicação de D. Pedro I, o Ministro da Fazenda propôs à Câmara de Deputados a suspensão do pagamento do serviço da dívida externa para financiar com esses recursos a recompra de moedas de cobre emitidas pelo Banco do Brasil. A proposta, porém, foi rejeitada por expressiva maioria, mantendo-se a normalidade dos pagamentos, o que permitiu que em 1839 o governo brasileiro voltasse novamente ao mercado londrino para realizar um novo empréstimo. Nessa ocasião obteve £312.500 para cobrir os déficits dos ministérios da fazenda, marinha e guerra, pagando-se juros anuais de 5%.

O primeiro empréstimo externo do Segundo Reinado foi celebrado em 27 de julho de 1852 com a firma de Rothschild, levantando-se £1.040.000 a uma taxa de juros anual de 4%, com o intuito de saldar o remanescente da dívida que Portugal havia contraído com a Inglaterra em 1823. Contudo, durante o mesmo ano foi contratado outro empréstimo com a mesma firma, por um valor de £1.425.000 para financiar o prolongamento da estrada de ferro D. Pedro II, que o governo havia encampado, assumindo a responsabilidade do empréstimo, que possuía taxa de juros anual de 4,5%.

Um novo empréstimo foi contratado pelo governo brasileiro na casa Rotschild em 1859, por um valor de £508.000, porém tratou-se de um *roll-over* do empréstimo de 1829, pagando-se a mesma taxa de juros. Por sua vez, no caso do empréstimo de £1.210.000, contraído em 1860, o objetivo foi financiar gastos relacionados à infraestrutura, enquanto que o de 1863, por um montante de £3.300.000 novamente explicou-se tanto pela necessidade de liquidar dívidas remanescentes como realizar o *roll-over* de empréstimos anteriores, além de pagar a dívida flutuante do Tesouro. A taxa de juros anual cobrada em todos esses casos flutuou entre 4% e 5%.

O empréstimo contraído em 1865, por um valor de £5.000.000, destinou-se integralmente a financiar a Guerra do Paraguai, enquanto que aqueles contratados durante o período 1871-1883 foram dirigidos, em sua maior parte, ao financiamento de gastos de infra-estrutura, destacando-se novamente os investimentos em estradas de

ferro. Os montantes contratados alcançaram a £3.000.000, £5.000.000 e £4.000.000, respectivamente, pagando-se taxas de juros anuais entre 4,5% e 5%.

Os três últimos empréstimos contratados pelo governo imperial datam de 1886, 1888 e 1889, com valores contratados de £6.000.000, £6.000.000 e £20.000.000, com taxas de juros anuais de 5%, 4,5% e 4%, respectivamente. No caso do primeiro, o empréstimo se destinou a financiar o déficit público além do pagamento da dívida flutuante do Tesouro, enquanto que o segundo foi utilizado para fazer frente ao subsídio indireto concedido aos produtores agrícolas em decorrência da perda de capital sofrida com a abolição da escravidão.

O empréstimo contraído no último ano do regime imperial, cujo montante ascendeu à importante cifra de £20.000.000 apresentou uma característica absolutamente diferente dos demais. O motivo é que, na verdade, representou uma operação de crédito realizada pelo Visconde de Ouro Preto com a casa Rothschild, onde se realizou um *swap* entre títulos da dívida pública que pagavam juros anuais de 5% por títulos com juros anuais equivalentes a 4%, obtendo-se uma importante redução de gastos financeiros para o governo brasileiro. A Tabela 7 apresenta um resumo dos dados referentes aos empréstimos externos contratados durante o período do Império, que são apresentados em libras esterlinas correntes para cada ano.

**TABELA 7 - EMPRÉSTIMOS EXTERNOS CONTRAÍDOS DURANTE O IMPÉRIO**

	<b>Propósito</b>	<b>Montante (£)</b>	<b>Juros</b>	<b>Anos</b>
1824	Financiamento do déficit	1.000.000	5%	30
1825	Financiamento do déficit	2.000.000	5%	30
1829	Juros créditos anteriores	400.000	5%	30
1839	Financiamento do déficit	312.500	5%	30
1843	Convenção com Portugal	622.702	5%	20
1852	Remanescente dívida portuguesa	954.250	4%	30
1852	Extensão estrada de ferro D. Pedro II	1.425.000	4,5%	20
1859	Remanescente empréstimo 1829	508.000	5%	30
1860	Infra-estrutura	1.210.000	4%	30

	Propósito	Montante (£)	Juros	Anos
1863	Remanescente 1824/Dívida flutuante	3.300.000	4%	30
1865	Guerra do Paraguai	5.000.000	5%	30
1871	Dívida flutuante/Extensão ferrovias	3.000.000	5%	37
1875	Construção e garantia ferrovias	5.000.000	5%	30
1883	Ferrovias e investimento público	4.000.000	4,5%	38
1886	Dívida flutuante/Déficit	6.000.000	5%	38
1888	Subsídio por “Abolição”	6.000.000	4%	38
1889	Conversão de dívida	20.000.000	4%	56

Fonte: Summerhill (2003) e Castro Carreira ([1889] (1980)).

Novamente, existe certo exagero e generalizações precipitadas por conta de vários autores em relação às condições e conseqüências do endividamento externo do governo brasileiro durante a época do Império. Para Prado Júnior (1973, p. 138), por exemplo,

“Estes empréstimos eram realizados em condições onerosíssimas, verdadeiras operações de agiotagem. O de 1829 bateu todos os recordes, pois se contratou ao tipo de 52! Das 400.000 libras do valor nominal do empréstimo, o Brasil não receberia mais do que 208.000. Os juros, nominalmente de 5%, alcançavam assim, de fato, quase 10%. Os banqueiros ingleses (foram quase sempre a casa Rothschild), conluídas com os desonestos altos dignatários do Império, lançavam-se sem piedade sobre esta presa inerme que era a nação brasileira.”

No mesmo sentido, para Lima (1961, p. 194):

“[O primeiro empréstimo externo abriria] um caminho que seria longo e melancólico, trazendo consideráveis prejuízos à economia nacional(...)seria a bola de neve que nos precipitou no abismo.”

Ou ainda, Bouças (1955, p. 93), ao analisar a dívida externa do governo imperial chega à seguinte conclusão:

“Em virtude desse círculo vicioso e pernicioso, o Brasil sempre viveu com a sua economia e as suas finanças deprimidas diante de obrigações irrevogáveis para com o estrangeiro.”

Utilizaremos a Tabela anterior e uma análise prévia dos dados disponíveis para qualificar apropriadamente as afirmações anteriores. Em primeiro lugar, pode apreciar-

se que o propósito principal dos empréstimos foi o financiamento do déficit público, ora de forma explícita, como no caso dos anos 1824, 1825, 1839 e 1886, ora de forma implícita, a partir do *roll-over* de dívidas anteriores, amortização de juros de empréstimos contratados previamente ou financiamento da dívida flutuante do Tesouro.

Nesse sentido, seria correto afirmar que o governo imperial, face à dinâmica dos gastos públicos descrita anteriormente, e dada a impossibilidade do sistema tributário de financiá-los completamente, viu-se obrigado a recorrer constantemente ao endividamento externo. Evidentemente, estamos diante de uma opção de política econômica, posto que outra via para financiar o déficit do Tesouro seria utilizar em maior medida a senhoriagem, a partir da declaração de inconvertibilidade da moeda local ou redução da relação metal-moeda. Porém, essa alternativa, de acordo com a análise histórica anterior, e considerando as estimativas da participação da emissão de papel moeda na arrecadação tributária total, parece poder ser descartada.

Contudo, como lembra Buescu (1985), não podemos reputar aos problemas fiscais a responsabilidade total do endividamento externo brasileiro durante o período imperial, notadamente a partir do Segundo Reinado, onde 34% dos empréstimos contratados foram destinados a investimentos de infra-estrutura.

Por outra parte, apesar do serviço da dívida externa ser, como foi mencionado, um importante item dos gastos do Ministério da Fazenda, que por sua vez manteve uma participação elevada nos gastos públicos totais durante todo o Império, não se deve superestimar a importância dos juros cobrados. Estes, na verdade, eram normais para os padrões da época e para países com baixa probabilidade de *default*, tais como Prússia, Dinamarca e França. O caso mencionado por Prado Júnior é único na história da dívida externa do Brasil-Império, pois todos os outros empréstimos foram realizados com tipos que, em média superavam 80%, e em vários casos chegaram a 95% ou ao próprio valor par do título. A maior taxa de juros efetiva cobrada no caso específico desse empréstimo se deve a uma circunstância única, pois segundo Dawson (1998), o Brasil foi o primeiro país do mundo a pedir um empréstimo para pagar juros de um crédito anterior<sup>31</sup>, o que,

---

<sup>31</sup> “A novidade especial do empréstimo, que estimulou vários debates, foi o fato de ter sido levantado especificamente e apenas para pagar os juros de um crédito anterior. Esse conceito era novo em 1829, e gerou muita crítica”. Dawson (1998), p. 234.

seguramente, aumentou a percepção de risco do mercado financeiro inglês, que ainda vivia as conseqüências da crise financeira do período 1822-1825.

Com relação à suposta desonestidade dos representantes do governo imperial nas negociações dos empréstimos, também cabem alguns comentários. Em primeiro lugar, era prática usual no mercado financeiro londrino da época o pagamento de uma percentagem dos montantes levantados em cada contrato de empréstimo para seus negociadores, tanto brasileiros como ingleses, por conceito de comissão. Em segundo lugar, essa percentagem, em vários casos não ultrapassava 2% do valor nominal do empréstimo. Por último, a referida operação de conversão de dívida realizada pelo Visconde de Ouro Preto em 1889 parece ser um contra-exemplo, como parece indicar uma análise minuciosa dos exercícios orçamentários descritos em Castro Carreira ([1889] (1980)).

Contrariamente, do que acreditam vários autores, dentre eles os anteriormente mencionados, a análise dos antecedentes históricos e um exame prévio dos dados disponíveis pareceria indicar que a administração da dívida pública externa brasileira ao tempo do Império foi totalmente conseqüente com a sustentabilidade fiscal.

Em primeiro lugar, tal como foi analisado anteriormente, a Constituição de 1824 estabeleceu arranjos institucionais capazes de gerar um compromisso crível de honrar a dívida pública externa, o que permitiu que o governo brasileiro recebesse um total de dezessete empréstimos externos durante 1824-1889, por um valor de, aproximadamente, 60 milhões de libras esterlinas. Uma característica importante desses empréstimos foi seu perfil absolutamente de longo prazo, o que difere totalmente das condições enfrentadas pelos primeiros governos republicanos.

Outro aspecto que reflete a seriedade da administração da dívida pública externa brasileira é a constatação de que durante todo esse período não houve um momento no qual o governo atrasasse o pagamento dos juros de sua dívida<sup>32</sup>, pagando sempre em dinheiro e, em alguns casos, como foi mencionado, solicitando outro empréstimo para realizar o pagamento dos juros em dia.

---

<sup>32</sup> Com exceção do empréstimo realizado pelo governo português em 1823, mas, cuja responsabilidade de pagamento, tal como foi visto, era dividida entre Portugal e o Brasil.

Essa experiência contrasta absolutamente com a vivida pelos demais países latino-americanos. De fato, diferentemente do caso brasileiro, México, Chile, Colômbia, Argentina, Guatemala e Peru pouco depois de suas independências recorreram ao *default* da dívida pública externa. Esses *defaults*, aliados aos investimentos britânicos em companhias latino-americanas, principalmente no campo da mineração, que na quase totalidade dos casos provaram ser “empresas de papel” (com exceção, novamente para o caso brasileiro), provocaram uma séria crise financeira na City de Londres entre 1822-1825.

O contraste com a situação brasileira e a importância dos arranjos institucionais implementados durante o Império ficam patentes nas observações de Dawson (1998, p. 163, 286 e 287) sobre os demais países latino-americanos que contraíram dívidas no período imediatamente posterior à suas declarações de independência:

“[As] economias latino-americanas ainda estavam muito desorganizadas e esfaceladas, depois das guerras de independência, para poder gerar fundos para remessas. Os governos centrais freqüentemente eram fracos demais para recolher impostos de distritos mais distantes, quanto mais para coloca-los de lado para gerenciar a dívida externa(...)No entanto, os empréstimos estavam condenados desde o início. Os tomadores de empréstimos simplesmente não tinham as relativamente eficientes estruturas administrativas e econômicas dos países europeus que pediram empréstimos como a França, a Prússia, a Rússia e a Dinamarca. Além disso, grandes áreas haviam sido devastadas pela guerra civil, o que despovoou o campo e arruinou a agricultura e a mineração.”

Ainda com relação à dívida externa brasileira, Dawson (1998, p. 235), ainda aponta outros fatores que explicam sua sustentabilidade, fazendo um paralelo com os demais países latino-americanos

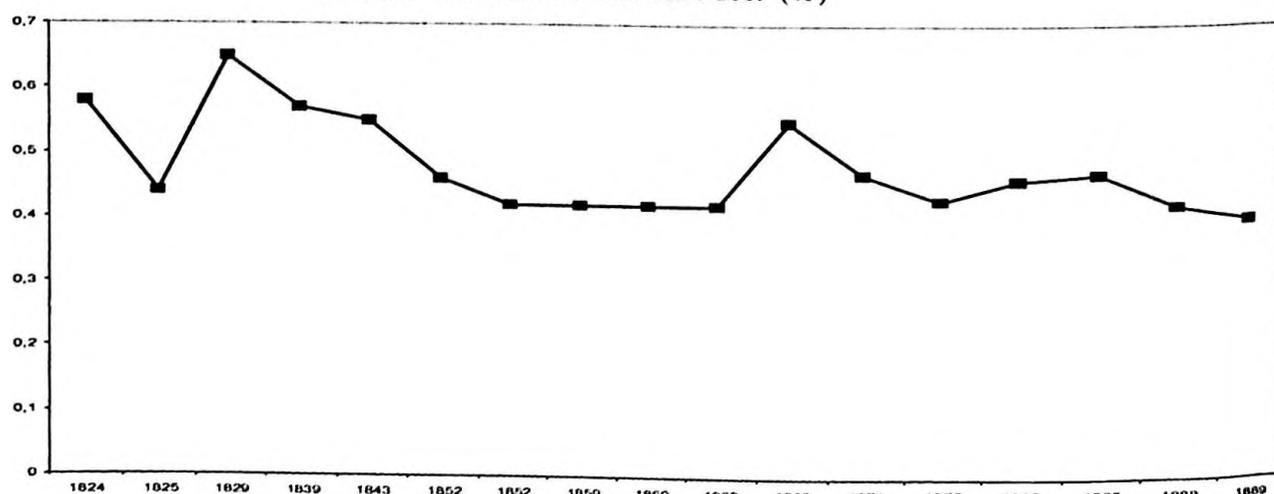
“A constante solvência do Brasil, possível pelo resgate patrocinado por Rothschild, demonstrou mais uma vez as diferenças básicas entre o vasto país e as antigas colônias espanholas. O regime colonial português, comparado ao seu oposto espanhol, havia sido mais benigno, possivelmente menos corrupto e certamente menos centralizado. Seu estabelecimento no Novo Mundo não havia sido feito pela deliberada destruição violenta de desenvolvidas civilizações aborígenes e virtual escravização de sua população. Devido à maneira especial com a mediação britânica pela qual conseguira sua independência e a forma de governo que adotou em seguida, o Brasil não foi devastado pelas terríveis guerras civis fratricidas que haviam flagelado seus vizinhos antes da libertação da Espanha. Também o fato de a população brasileira estar concentrada no litoral e

conectada pelo mar fazia com que os poderosos e destruidores interesses políticos, econômicos e regionais, fomentados pelo isolamento físico não pudessem se desenvolver da mesma forma que na Colômbia, por exemplo. Conseqüentemente, o Brasil não tinha uma herança de militarismo que se pudesse comparar, nem uma panelinha de generais gananciosos e caudilhos provincianos exigindo recompensas por anos de campanha e ávidos por colaborar com os autocratas civis para firmar um novo absolutismo com disfarce republicano em seus países.”

Outro fator que aponta para uma conclusão prévia de sustentabilidade da dívida pública externa brasileira é considerar que, havendo o Império levantado uma soma de, aproximadamente, 60 milhões de libras esterlinas em empréstimos, a dívida externa total no último ano do período imperial limitava-se a apenas 30 milhões de libras esterlinas. De uma maneira geral, as análises tradicionais costumam tomar os empréstimos contraídos, esquecendo-se que o *roll-over* praticado, como foi visto, em várias ocasiões não implicava em um aumento da dívida pública líquida.

Finalmente, Summerhill (2003) estima a probabilidade implícita de *default* da dívida soberana brasileira no momento de sua emissão durante 1824-1889, como mostra o Gráfico 4. Como pode notar-se, a probabilidade de *default* alcançou um máximo durante 1829 (65%), quando, como foi visto, o governo brasileiro recorreu ao mercado financeiro londrino para contrair um novo empréstimo para financiar o pagamento de juros de créditos anteriores.

**GRÁFICO 4 - PROBABILIDADE IMPLÍCITA DE DEFAULT DA DÍVIDA PÚBLICA EXTERNA BRASILEIRA: 1824-1889 (%)**



Fonte: Summerhill (2003).

A probabilidade de *default* da dívida pública externa reduz-se na década posterior, exibindo uma tendência claramente decrescente até a Guerra do Paraguai em 1865, onde

volta a aumentar (55%). Com o fim do conflito bélico, essa probabilidade diminuiu novamente, retomando a tendência anterior até alcançar seu valor mínimo em 1889 (40%), ano em que se contraiu o empréstimo de reconversão da dívida pública externa.

#### b) Dívida Interna

Na análise tradicional da evolução da dívida pública do período do Império somente se faz referência ao endividamento externo, sem que o comportamento da dívida interna seja considerado. Contudo, conforme se demonstrará, dito comportamento é vital para uma análise prévia da sustentabilidade da política fiscal, posto que o Tesouro utilizou esse recurso em diversas ocasiões.

De acordo com Summerhill (2003), um primeiro passo importante para a existência de dívida pública interna foi a fundação da dívida interna realizada formalmente pelo Parlamento brasileiro em 15 de novembro de 1827, que deu reconhecimento formal aos passivos pendentes desde a época prévia à Independência e realizou uma provisão para futuros empréstimos. O governo imediatamente emitiu no mercado financeiro do Rio de Janeiro as chamadas apólices, que eram títulos de dívida pública de longo prazo, que pagavam juros à perpetuidade.

As apólices estavam denominadas em moeda nacional, sem nenhum tipo de indexação e, em sua maioria ofereciam juros anuais de 6%. Suas emissões deveriam estar autorizadas por decreto, que deveria estabelecer, ademais, qual seria o destino dos fundos arrecadados.

Tal como no caso da dívida externa, os recursos arrecadados com as apólices durante 1828-1886 foram utilizados em sua grande maioria para financiar o déficit público, destacando-se também a recompra de moeda emitida pelo Tesouro, os gastos de infra-estrutura e alguns gastos relacionados à família real. A emissão mais importante ocorreu no período 1865-1872, explicada pela Guerra do Paraguai, e respondendo por 42,4% do total de apólices emitidas que pagavam juros de 6%. A partir de 1830, a maior parte das emissões de apólices correspondeu a títulos com rentabilidade de 5%, devido à menor percepção de risco da dívida pública interna por parte dos investidores do Rio de Janeiro. No final do período do Império o governo

havia emitido apólices por um montante superior a 380.000 contos de réis, dos quais somente 10.000 havia sido amortizado.

O segundo instrumento de endividamento interno foram os empréstimos nacionais, também denominados em moeda doméstica, mas diferentemente ao caso das apólices, o principal estava expresso em termos de uma paridade fixa em libras esterlinas. O primeiro empréstimo nacional, denominado em ouro, foi emitido em 1868, também com o propósito de financiar a Guerra do Paraguai, enquanto o segundo foi contratado em 1879 e denominado em prata. Contudo, os juros desse segundo empréstimo poderiam ser pagos tanto em moeda doméstica quanto em libras esterlinas, o que permitiu a circulação desses títulos no mercado internacional, assemelhando-os aos títulos da dívida externa. De qualquer forma, os empréstimos nacionais, tal como as apólices, eram instrumentos de dívida de longo prazo, posto que o empréstimo de 1868 teve uma duração equivalente a 33 anos, enquanto que o de 1879 teve duração de 20 anos.

Também é interessante notar que, a partir da década de 1870, a dívida pública interna ultrapassou em importância a dívida pública externa, alcançando seu ponto máximo em 1889, quando o valor de face das apólices e dos empréstimos nacionais, considerados em forma conjunta, totalizavam aproximadamente mais de 46 milhões de libras esterlinas.

A análise anterior também parece indicar que a administração da dívida pública interna, a exemplo do que parece ter ocorrido com a externa, foi totalmente conseqüente com um comportamento “ricardiano” por parte do governo imperial, refletindo-se na predominância de um perfil de longo prazo da dívida interna<sup>33</sup> e na redução dos custos de financiamento interno, que passaram a ser equivalentes aos juros cobrados pelos empréstimos externos<sup>34</sup>.

Portanto, como conclusão final, poder-se-ia dizer que durante toda a época do Império o governo brasileiro desfrutou de condições de crédito favoráveis, escapando

---

<sup>33</sup> A participação da dívida pública interna de longo prazo em relação à dívida interna total aumentou progressivamente durante o período imperial até a Guerra do Paraguai, quando o Tesouro se viu obrigado a emitir os chamados “bilhetes”, que eram títulos de dívida de curto prazo. Após o conflito bélico essa participação volta a crescer, assegurando a predominância do endividamento de longo prazo sobre o de curto prazo.

<sup>34</sup> Summerhill (2003) também utiliza estimativas da taxa interna de retorno ex ante dos títulos emitidos em Londres e no Rio de Janeiro, chegando à conclusão de que o custo de novos endividamentos internos ou externos seria relativamente similar.

do problema do “pecado original”, tão freqüente no caso de países emergentes, indicando que a política fiscal, a partir de uma administração eficiente da dívida pública interna e externa, foi sustentável.

Assim, dado o anterior, poder-se-ia esperar que os testes de cointegração confirmem a sustentabilidade fiscal para, pelo menos, esse período da amostra. Por outra parte, de acordo com todos os antecedentes analisados previamente, também se deveria esperar que a senhoriagem não desempenhasse um papel tão relevante para assegurar a sustentabilidade fiscal.

## ***5.2. Período Republicano (1890-2004)***

### ***5.2.1. Introdução e Aspectos Institucionais***

A situação fiscal anterior mudou drasticamente com a Proclamação da República, pois a Constituição de 1891 descentralizou as decisões fiscais, outorgando autonomia de gasto e endividamento para cada um dos estados, sendo, portanto, incapaz de criar arranjos institucionais que garantissem o pagamento da dívida pública. Inclusive, a nova Carta Magna permitia que os estados e municípios contraíssem dívidas no exterior sem necessidade de autorização prévia por parte da União. Com efeito, de acordo com Pereira e Pereira (2001), a dívida externa contratada pelos estados apresentou forte tendência ascendente, passando a representar 25% da dívida externa total federal em 1922, cifra que se elevou a 60% em 1932.

Outra característica descentralizadora da primeira Constituição republicana era a distribuição da competência administrativa e a divisão das fontes dos recursos fiscais. Nesse sentido, aos estados coube uma maior autonomia para tributar, atendendo a uma aspiração existente desde os tempos do Império.

A partir de então, inicia-se no Brasil um processo de “sístoles e diástoles”, onde as Constituições posteriores oscilaram entre uma maior centralização e descentralização das esferas subnacionais do governo, o que, evidentemente, redundou em mudanças em sua autonomia para endividamento e em sua participação na arrecadação. Assim, em 1934 uma

nova Constituição é promulgada, provocando uma alteração na estrutura do sistema tributário, ao conceder aos municípios maior participação sobre a arrecadação fiscal e ao acrescentar dois impostos adicionais na discriminação constitucional de rendas: imposto sobre o consumo e imposto de renda. Contudo a nova Constituição permaneceu vigente até 1937, sendo substituída por outra Carta caracterizada por uma maior centralização federativa, transferindo dos estados para a União a competência de tributar o imposto sobre consumo de combustíveis e dos municípios o imposto sobre a renda dos imóveis rurais.

Após o término da Segunda Guerra, uma nova Constituição foi promulgada em 1946, aumentando a autonomia político-administrativa de estados e municípios e a importância dos municípios na arrecadação, ampliando-se o sistema de vinculação. Durante o governo militar outorgou-se uma nova Constituição em 1967, com emendas em 1969, iniciando-se forte centralização de recursos no âmbito do governo federal, o que significou reduzir a autonomia fiscal e tributária das esferas subnacionais de governo.

No final dos anos 1970, a crise econômica e a redemocratização política do país deram início a um processo de descentralização tributária, culminando com a Constituição de 1988, que promoveu o fortalecimento financeiro e político dos estados e municípios, em detrimento do governo central. A partir de então, estes aumentaram apreciavelmente sua autonomia e sua participação tanto na arrecadação total como no total de gastos públicos. Em particular, um dos aspectos mais importantes da nova Carta Magna foi a intensificação da tendência municipalista, pois os municípios foram reconhecidos como membros da federação, equiparados em direitos e deveres com os estados.

Em termos da sustentabilidade fiscal, os novos arranjos institucionais derivados das diferentes constituições republicanas, que promoveram a descentralização fiscal, parecem não ter sido capazes de assegurar um compromisso crível em relação à dívida pública. Em termos da nova economia institucional, poder-se-ia dizer que a partir da primeira Constituição republicana, e culminando com a Carta de 1988, o sistema de vetos deixou de ser múltiplo, como aquele instituído pela Constituição de 1824, aumentando o risco de intervenções arbitrárias por parte de grupos de poder, reduzindo a possibilidade do Estado gerar compromissos críveis para honrar seus compromissos internos e externos.

Com efeito, como será visto, a partir do período republicano, o Brasil passa a formar parte do grupo dos chamados *serial defaulters*, protagonizando sete episódios de

default da dívida pública externa e uma série de *defaults* implícitos da dívida pública interna, a partir do expediente da subindexação.

### **5.2.2. Arrecadação Fiscal**

#### **a) Receitas Tributárias**

Até a segunda metade dos anos 30, a estrutura tributária brasileira assemelhava-se muito a existente durante o regime imperial, pois estava baseada principalmente nos impostos de importação e exportação. Como foi mencionado e seguindo Giambiagi e Além (2000), uma importante mudança introduzida pela Constituição de 1891 foi o regime de separação de fontes tributárias, que dividia a competência tributária entre a União e os estados.

Desse modo, o imposto de importação, os direitos de entrada, direitos de saída, direitos de estadia de navios, taxas de selo e taxas de correios e telégrafos federais caíram na esfera de influência do governo central. Os estados ficaram com competência exclusiva para tributar as exportações, os imóveis rurais e urbanos, a transmissão de propriedades e as indústrias e profissões, além de arrecadar as taxas de selo e contribuições de seus respectivos correios e telégrafos. Além do anterior, a Constituição dava autonomia para que a União e os estados pudessem criar novas receitas tributárias.

Assim, tal como ocorria no período Imperial, as bases tributárias tanto do governo federal como do estadual dependiam significativamente do comércio exterior, o que gerava oscilações nas receitas devido às flutuações dos preços dos produtos de exportação e importação e dos ciclos vividos pela economia mundial.

De fato, como é mencionado por Pereira e Pereira (2001, p. 9):

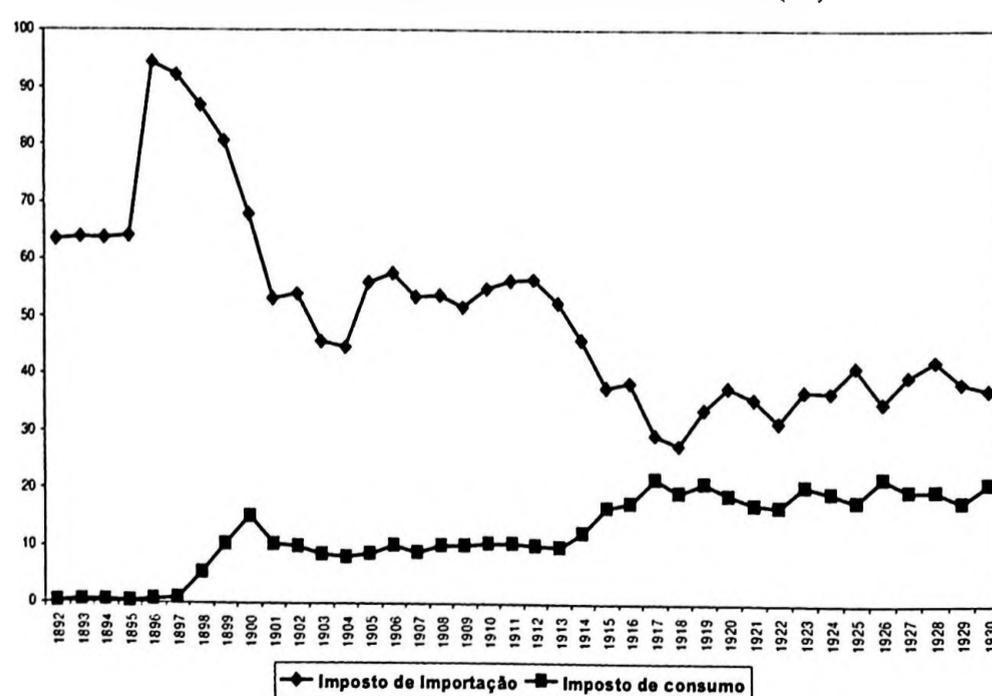
“[No] período que imediatamente antecedeu ao primeiro conflito mundial, entre 1912 e 1914[, a] receita dos estados sofre os efeitos da queda dos preços dos produtos de exportação, a começar pela crise da borracha; os efeitos da Primeira Guerra Mundial se fizeram sentir na arrecadação do governo federal, o mesmo acontecendo durante os anos da Grande Depressão.”

Outro problema derivado da dependência dos impostos de importação relacionava-se à balança comercial: o aumento das importações requeria ouro para financiar os déficits comerciais, mas, por outro lado, elevava as receitas tributárias, e, vice-versa.

De qualquer forma, até a promulgação da Constituição de 1934, o imposto de importação manteve-se como a principal fonte de receita do governo federal, intensificando-se a utilização do imposto de consumo e demais gravames internos como uma forma de compensar as perdas de arrecadação devido aos efeitos da Primeira Guerra Mundial e da Grande Depressão. Por sua vez, no âmbito estadual, a principal fonte estava representada pelo imposto sobre as exportações, e, finalmente, a nível municipal, o principal imposto incidia sobre indústrias e profissões.

O Gráfico 5 mostra a participação dos impostos de importação e de consumo em relação à receita tributária total da União durante o período 1892-1930<sup>35</sup>, onde pode ser notada a tendência declinante dos direitos de importação a partir de 1914, enquanto aumenta a relevância dos impostos de consumo, cuja arrecadação também se viu afetada negativamente pelos efeitos da Grande Depressão.

**GRÁFICO 5 - PARTICIPAÇÃO DOS IMPOSTOS SOBRE IMPORTAÇÕES E DE CONSUMO SOBRE AS RECEITAS TOTAIS DA UNIÃO: 1890-1930 (%)**



Fonte: Elaboração própria com base em dados de Villela e Suzigan (2001) e IBGE.

<sup>35</sup> O imposto de consumo passa a existir somente a partir de 1892.

Por outra parte, podem-se mencionar outros fatores que afetaram a estrutura tributária da República Velha (1890-1930), como a constante inquietação política e as rebeliões localizadas nos estados, que afetaram em maior medida a arrecadação da União que a dos próprios estados, podendo-se citar como exemplos os conflitos internos durante a presidência de Arthur Bernardes (1924-1926) e a Revolução de 1930.

Com relação ao imposto de renda, este tributo direto faz sua aparição na economia brasileira em 1922, a partir do Artigo 3º da Lei 4.625, mas sua arrecadação aparece no Balanço da União somente a partir de 1924, sendo relativamente baixa durante o período 1924-1932. Sua importância em termos da arrecadação total da União passa a elevar-se a partir de 1931, acentuando-se em 1942, quando passou a representar entre 25% e 30% da receita tributária federal, tal como mostra a Tabela 8.

**TABELA 8 - PARTICIPAÇÃO DO IMPOSTO DE RENDA NA ARRECADAÇÃO FISCAL DA UNIÃO: 1924-1945 (%)**

Período	(%)
1924	1,5
1925	2,0
1926	2,2
1927	3,3
1928	3,5
1929	3,8
1930	4,0
1931	6,0
1932	6,0
1933	6,6
1934	7,1
1935	7,0
1936	8,3
1937	8,2
1938	9,7
1939	9,4
1940	11,5
1941	13,2
1942	22,8
1943	27,4
1944	29,0
1945	27,1

Fonte: Pereira e Pereira (2001).

Não obstante o anterior, a partir da Constituição de 1934, os impostos internos sobre produtos passaram a predominar como fonte de receita, superando no final dos anos 1930 os impostos de importação. As principais mudanças introduzidas pela nova Carta verificaram-se no âmbito dos estados e municípios, passando os primeiros a adquirir

competência para fixar o imposto de vendas e consignações, mas eliminando-se a cobrança de impostos de exportação aplicados a transações interestaduais. Quanto aos municípios, estes também aumentaram sua autonomia em relação à fixação de alguns impostos.

A Constituição de 1937 praticamente manteve inalterado o sistema tributário vigente, eliminando-se a competência exclusiva dos estados em relação à tributação do consumo de combustíveis de motores de explosão e dos municípios para a tributação das propriedades rurais.

Durante a década de 40, notadamente a partir da Segunda Guerra Mundial, com a restrição de oferta externa associada e a intensificação da industrialização, os impostos de importação continuaram a perder importância como fonte de receita federal, passando de 29,3% durante 1940-1944 para 12,4% a partir de 1945, sendo ultrapassados pelos impostos de consumo e de renda. Para os estados, por sua vez, a situação era similar, posto que a princípios dos anos 1940 o imposto sobre vendas e consignações representou 30% da arrecadação total dos estados, enquanto a participação do imposto de exportação reduziu-se para uma cifra inferior a 4%.

Por outro lado, a Constituição de 1946 foi responsável por modificações importantes na estrutura do sistema tributário brasileiro, atendendo a já referida tendência municipalizante, pois as receitas municipais se elevaram com a inclusão em sua esfera de competência do imposto do selo municipal e o imposto de indústrias e profissões. Além disso, foi institucionalizado o sistema de transferência de impostos, alterando a distribuição de rendas entre as diferentes esferas governamentais. A participação dos municípios na arrecadação aumentou ainda mais quando a emenda constitucional nº 5, implementada a princípios da década de 1960, transferiu aos municípios 10% da arrecadação do imposto de consumo, elevando, ao mesmo tempo, sua participação na arrecadação do imposto de renda a 15% [Giambiagi e Além (2001), p. 241].

Por outra parte, em 1956 é criado um novo imposto sobre o consumo, em base ao valor adicionado, diferenciando-se do anterior que, em realidade era o resultado da tributação de bens como o tabaco, bebidas, tecidos e fósforos. No começo da década de 1960 a participação sobre a arrecadação total federal dos impostos sobre o consumo,

sobre vendas e consignações e sobre indústrias e profissões alcançava 40%, 70% e 45%, respectivamente [Giambiagi e Além (2001), p. 242].

A grande reforma do sistema tributário ocorreu no começo dos anos 60, no contexto do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) do governo Castelo Branco, que buscava, entre outras políticas, uma alteração da estrutura tributária que viabilizasse, por um lado, reduzir o déficit público, e, por outro, estimular o crescimento econômico<sup>36</sup>. Também houve uma preocupação com a redução das distorções alocativas provocadas pelo sistema tributário e uma ênfase na centralização fiscal, reduzindo as autonomias tributária e financeira dos estados e municípios.

A principal inovação foi a maior prioridade dada à tributação sobre o valor agregado, reduzindo-se a influência dos impostos “em cascata”, além de aumentar a eficiência do sistema tributário, com a diminuição, reformulação e alteração da partilha federativa de um conjunto de impostos. Outro ponto importante foi a organização dos impostos de acordo com conceitos econômicos, em contraste com a classificação de natureza jurídica do sistema tributário anterior, que levava à sobretaxação de variados setores produtivos, criando “gargalos” para o crescimento econômico.

A partir dessa reforma foram criados dois impostos sobre o valor agregado que persistem até os dias atuais: o imposto sobre produtos industrializados (IPI), arrecadado pela União, e o imposto sobre circulação de mercadorias (ICM), de competência estadual. Esses tributos substituíam dois importantes impostos “em cascata”: o imposto sobre venda e consignações e o imposto sobre o consumo. Do ponto de vista da alocação de recursos, o ICM possuía uma alíquota uniforme, o que reduzia sua interferência nas decisões de produção, investimento e exportações, enquanto no caso do IPI, houve diferenciação de alíquotas, de acordo com o grau de essencialidade dos bens.

Assim, a partir dessa reforma tributária, os impostos passaram a ser classificados em quatro categorias diferentes: os impostos sobre comércio exterior, os impostos sobre o patrimônio e renda, os impostos sobre a produção e a circulação e os impostos únicos,

---

<sup>36</sup> Uma exposição mais detalhada da reforma tributária realizada pelo PAEG pode ser encontrada em Campos (1994).

além da contribuição do empregador para o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e as contribuições para a Previdência Social<sup>37</sup>.

De qualquer forma, uma característica comum a essa nova estrutura tributária foi seu caráter centralizador da arrecadação no âmbito federal, sem, contudo, descuidar das necessidades financeiras dos estados e municípios.

No entanto, uma tendência claramente oposta à centralização dos recursos tributários passou a predominar a partir da Constituição de 1988, enfatizando o fortalecimento da federação. Por um lado, atribuiu-se competência a cada um dos estados para fixar unilateralmente a alíquota do ICMS (antigo ICM). Além disso, a União viu-se privada tanto do direito de conceder isenções de impostos estaduais e municipais como de impor restrições à entrega e ao emprego de recursos distribuídos no âmbito subnacional. Giambiagi e Além (2000, p. 254) sintetizam dessa forma a situação da distribuição dos recursos tributários após a nova Constituição:

“A Constituição de 1988 reduziu os recursos disponíveis para a União, através do aumento das transferências tributárias e da limitação de suas bases impositivas, sem prover, ao mesmo tempo, os meios, legais e financeiros, para que houvesse um processo ordenado de descentralização dos encargos.”

No período posterior à promulgação da Constituição de 1988, para fazer frente à progressiva deterioração da situação fiscal, foram criados novos impostos, elevando-se a alíquota dos demais tributos, principalmente no caso daqueles onde havia maior participação dos estados e municípios na arrecadação.

Por outro lado, para aumentar a arrecadação da União foram criadas a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), o Imposto Provisório sobre as Movimentações Financeiras (IPMF – mais tarde, Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeira, CPMF) e a contribuição previdenciária do servidor público, além do aumento das alíquotas do IOF e da Cofins. Contudo, Giambiagi e Além (2000, p.256) argumentam que

---

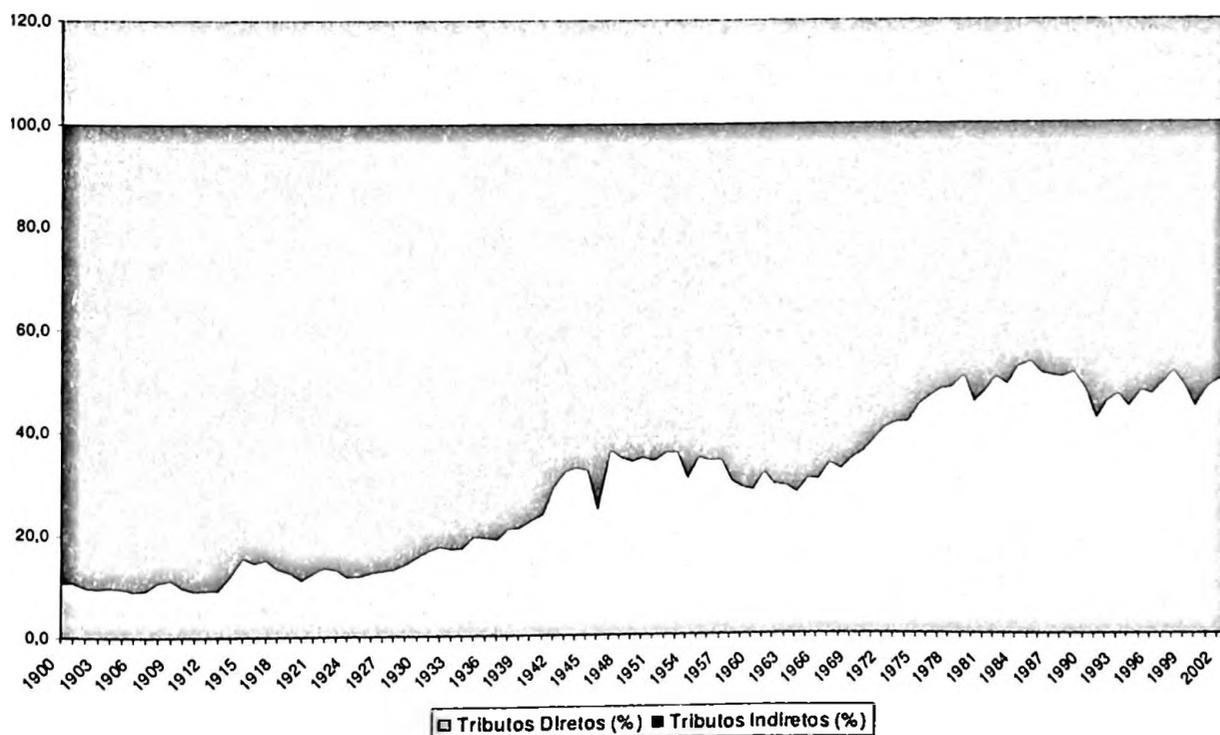
<sup>37</sup> Para uma exposição mais detalhada desse ponto, ver Giambiagi e Além (2000, p. 243-246).

“...a reação do governo federal ao novo sistema tributário introduzido pela Constituição de 1988 resultou em uma queda na qualidade do sistema tributário sem que, entretanto, tenha ocorrido de forma definitiva uma solução de seu desequilíbrio financeiro e fiscal”.

Finalmente, durante o primeiro ano do governo Lula, foi enviada ao Congresso uma proposta de reforma tributária que continha vários objetivos. Em primeiro lugar, buscava uniformizar a legislação do ICMS, com o intuito de reduzir a evasão tributária. O segundo objetivo era prorrogar a Desvinculação de Receitas da União (DRU), que reduz parcialmente a vinculação das receitas às despesas, diminuindo a rigidez orçamentária, agravada pela Constituição de 1988. Além disso, a reforma propôs a renovação da CPMF e a transformação da COFINS em tributação sobre o valor adicionado.

O Gráfico 6 apresenta a evolução da participação da tributação direta e indireta sobre a arrecadação total das três esferas de governo para o período 1900-2003. Como pode ser visualizado e, de acordo com o que foi apresentado, a importância da tributação indireta apresenta uma tendência declinante ao longo do período considerado, concomitantemente com a tendência ascendente da tributação direta.

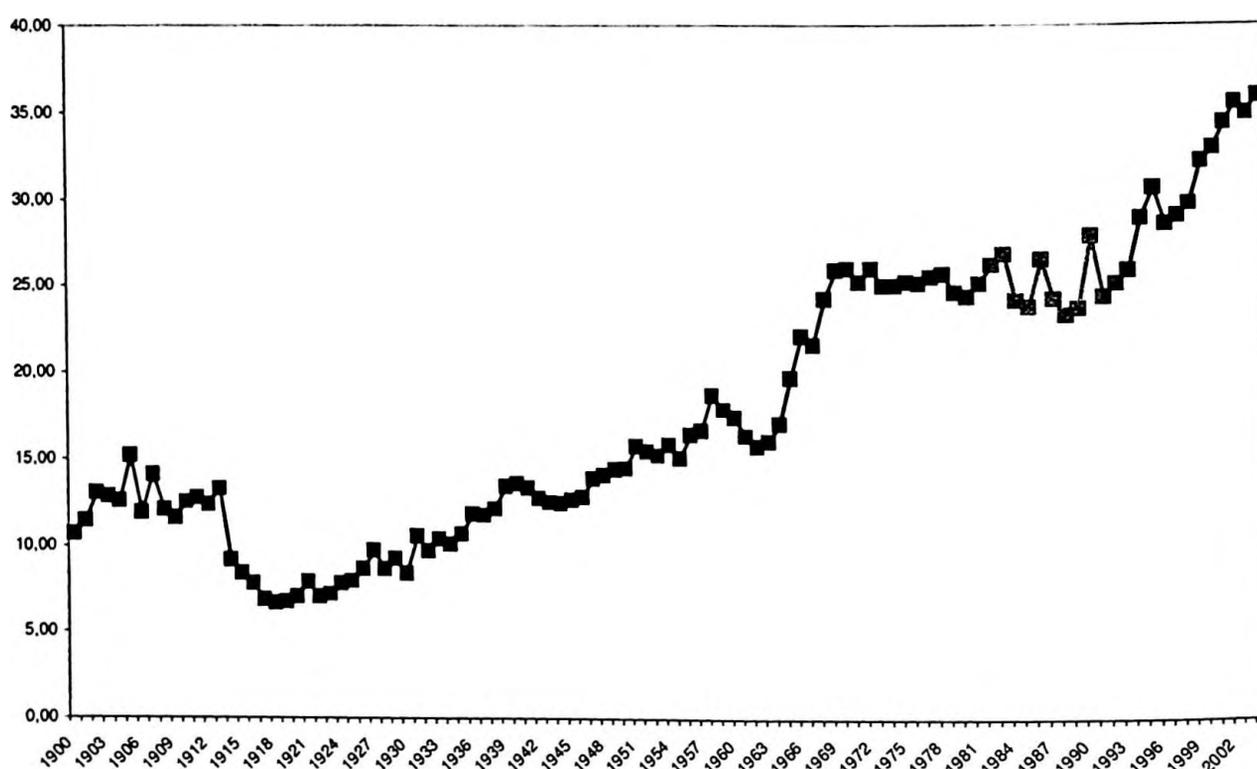
**GRÁFICO 6 - PARTICIPAÇÃO DA TRIBUTAÇÃO DIRETA E INDIRETA SOBRE A ARRECADAÇÃO DAS TRÊS ESFERAS DE GOVERNO: 1900-2003 (%)**



Fonte: IBGE e Elaboração própria.

Em termos da sustentabilidade fiscal, e apesar do aumento da carga tributária observada no transcurso de quase todo o período republicano<sup>38</sup>, como pode ser visualizada no Gráfico 7, a evolução da arrecadação tributária total, em geral, não foi capaz de acompanhar o ritmo de expansão dos gastos públicos, que serão analisados mais adiante. Por um lado, num primeiro momento, as receitas permaneceram vinculadas ao comércio exterior, estabelecendo um sistema de tributação basicamente indireta, que variava de acordo com as flutuações dos mercados internacionais, tal como ocorria no Império.

**GRÁFICO 7 - EVOLUÇÃO DA CARGA TRIBUTÁRIA BRASILEIRA: 1900-2004 (%)**



Fonte: IBGE e Secretaria do Tesouro Nacional.

Num segundo momento, a própria dinâmica da industrialização e substituição de importações concentrou as receitas em impostos internos, aumentando também a importância dos impostos diretos, como o imposto de renda. A progressiva transferência de arrecadação para estados e municípios, ocorrida com a descentralização fiscal, provocou, por parte da União, um aumento contínuo das alíquotas de vários impostos e criação de novos tributos. Essa nova estrutura de impostos, em que pese a elevada carga

<sup>38</sup> Não há dados disponíveis sobre a arrecadação tributária dos estados brasileiros para o começo do período republicano, o que impossibilita estimar a carga tributária total para os anos 1890-1899.

tributária imposta à sociedade, apresentou baixa eficácia em termos de arrecadação, aumentando as possibilidades de evasão e elisão fiscal.

Desse modo, o período republicano também foi caracterizado por uma situação crônica de déficits públicos. Franco (2005, p. 273) resume a conclusão anterior da seguinte forma:

“Não é outra a essência da crise fiscal brasileira: desejos que se tornaram direitos – às vezes extravasando o terreno orçamentário e inscrevendo-se mesmo na Constituição – maiores que as possibilidades fornecidas pela tributação”.

Contudo, novamente, antes de chegar a alguma conclusão prévia em relação ao equilíbrio intertemporal das finanças públicas, será necessário analisar o comportamento da senhoriagem e da dívida pública.

#### b) Senhoriagem

Apesar do discurso aparentemente ortodoxo e favorável à redução dos déficits públicos manifestado inúmeras vezes pelas autoridades econômicas ao longo do período republicano, na prática houve quase sempre dominância fiscal, materializada na utilização da senhoriagem como fonte alternativa de arrecadação.

Desde os últimos anos do Império havia uma situação de excesso de demanda por moeda, decorrente do surgimento do trabalho assalariado, cujo pagamento elevou apreciavelmente as necessidades de capital de giro na produção agrícola, num contexto de desenvolvimento bancário ainda precário. Como agravante, ainda havia uma reduzida propensão a reter moeda sob a forma de depósitos, o que limitava a multiplicação bancária dos meios de pagamento. Como nota Franco (1991, p. 84-85):

“A sazonalidade envolvida na procura de crédito tornava-se assim um problema para a economia do Rio de Janeiro, cujos determinantes estavam ligados ao baixo grau de desenvolvimento do sistema bancário e sua pouca penetração no interior. É a partir daí que se deve compreender a contínua referência, ao longo de todo o Segundo Império, ao fenômeno da ‘inelasticidade do meio circulante’, ou seja, à incapacidade dos bancos em expandir ou contrair o crédito de acordo com as ‘necessidades dos negócios’ ”.

Essa situação explica em boa medida a nomeação de Rui Barbosa, um importante representante do *papelismo*, para a pasta da Fazenda no primeiro governo republicano. A medida de política econômica mais importante foi a lei bancária de 17 de janeiro de 1890, que autorizou a emissão de moeda inconvertível por parte de três bancos regionais – sendo o principal o Banco dos Estados Unidos do Brasil (BEUB), tendo como lastro títulos da dívida pública. A partir de então, o papel-moeda emitido cresceu aproximadamente 80%, o que elevou apreciavelmente a especulação, com a criação de companhias “de papel”, culminando com a famosa crise do “Encilhamento”. Esta foi caracterizada pela falência de inúmeras empresas, levando à paralisação das emissões dos bancos, obrigando o governo a realizar elevadas emissões para financiar o déficit público durante 1893-1894. Os ministros que sucederam Barbosa ainda no governo de Deodoro da Fonseca eximiram-se de sanear a carteira do BEUB.

A reação *metalista* ocorreu somente em fins de 1894, sob a gestão na Fazenda do ministro Joaquim Murinho, que identificava como um dos principais problemas o surgimento de elevado déficit público, promovendo a redução do estoque de papel-moeda, no contexto do primeiro *funding loan* (empréstimo de consolidação) negociado entre o Brasil e os credores ingleses em 1898. Assim, o papel-moeda em pouco tempo sofreu uma redução de 13% em relação a 1898, provocando uma torrente de falências bancárias<sup>39</sup>.

Na prática, porém, como assinalam Villela e Suzigan (2001, p. 24):

“A implementação dessas políticas, contudo, foi prejudicada pela persistência dos déficits do Governo Federal. A ocorrência de gastos militares extraordinários e o peso crescente do serviço da dívida pública eram os fatores de desequilíbrio, pelo lado da despesa. O desestímulo às importações representado pela constante desvalorização cambial, por outro lado, restringia a receita. O Governo viu-se, então, obrigado a impor sobretaxas a partir de 1896. Quando, neste último ano, verificou-se uma grande redução no saldo da balança comercial, principalmente devido à queda no preço do café, medidas mais drásticas foram adotadas.”

Desse modo, em fins de 1896 a política monetária assumiu características ainda mais contracionistas, objetivando conceder ao governo o monopólio da emissão de moeda, que passaria a ser totalmente convertível. Contudo, como ocorreria várias vezes na era

---

<sup>39</sup> Para mais detalhes sobre as políticas econômicas aplicadas durante a primeira época do período republicano, ver Franco (1990).

republicana, a ortodoxia deu lugar ao pragmatismo, e, portanto, o agravamento do déficit fiscal, devido à desvalorização cambial - que reduzia as receitas alfandegárias - e ao aumento do gasto público, decorrente de gastos militares inesperados e do serviço da dívida, implicou na necessidade de contrair novos créditos externos e de emitir moeda.

Em fins de 1898, em meio a uma deterioração ainda maior das contas públicas e graves desequilíbrios externos, que culminariam, como se verá posteriormente, com a primeira renegociação da dívida externa, houve nova mudança nos rumos da política econômica. Assim, de acordo com os termos do primeiro *funding loan*, o governo brasileiro deveria eliminar o déficit orçamentário e retirar de circulação, a partir da queima de papel-moeda, uma quantidade equivalente à soma total do empréstimo. De fato, como é apontado por Vilella e Suzigan (2001, p. 100), “o papel-moeda em circulação foi reduzido em cerca de 13,5 por cento entre 1898 e 1902 e eliminado o déficit orçamentário”.

Durante o período 1903-1913, inicialmente a política econômica manteve as orientações anteriores, equilibrando-se o orçamento sem a necessidade de recorrer à senhoriagem. Contudo, iniciou-se um programa de obras públicas conhecido como “reerguimento econômico” totalmente financiado com dívida externa, mantendo-se a estabilidade do papel-moeda em circulação. Com a crise do comércio exterior em 1908, entretanto, a receita do governo federal sofreu importante redução, provocando progressivos déficits orçamentários, o que levou ao afrouxamento da política monetária. Contudo, Villella e Suzigan (2001, p.102-103) estimam que o aumento da oferta de moeda esteve mais vinculado ao objetivo de manter a estabilidade cambial.

Por outra parte, a partir da Primeira Guerra Mundial, a receita da União e dos estados, que, como foi visto, estava fortemente vinculada aos impostos do comércio exterior, viu-se afetada de forma importante, gerando-se elevados déficits orçamentários. Para financiá-los o governo recorreu, novamente, à emissão monetária, autorizando em 1915 a emissão de 350 mil contos para pagamento do déficit federal, auxílio à produção nacional e aumento do capital do Banco do Brasil, com o intuito de que fossem realizadas operações de redesconto de títulos comerciais e públicos. Essa vinculação do Banco do Brasil ao governo foi intensificada em 1916, quando este banco foi reestruturado, autorizando-se uma grande emissão para financiar o déficit orçamentário.

A monetização do déficit público foi ainda mais intensa no período 1919-1923, quando o Banco do Brasil foi novamente reorganizado para atender às necessidades de financiamento do governo federal. Sendo assim, a partir de então, em cada orçamento passaria a constar um crédito no Banco do Brasil de 24% da receita orçamentária federal. Não obstante, ao longo de 1923-1929 realizou-se uma política econômica contracionista, que visava explicitamente a redução dos déficits públicos, o que contribuiu para restringir fortemente a expansão dos meios de pagamento.

Assim, como concluem Villela e Suzigan (2001, p. 156):

“O período 1919-1929 caracterizou-se por uma alternância de tendências inflacionárias e deflacionárias nas políticas monetária, cambial e fiscal. Obviamente, isso aumentou o grau de incerteza quanto aos investimentos, prejudicando a expansão da economia”<sup>40</sup>.

A partir de 1931, já no período da Grande Depressão, a política econômica implementada pelo Governo Provisório defendia o retorno às políticas deflacionárias praticadas no início do século. Assim, promoveu-se intensa política monetária contracionista, com elevação dos encaixes bancários e aumento da taxa de juros. Essa contenção monetária foi interrompida, entretanto, por dois fatores exógenos: a Revolução Constitucionalista de 1932 e a severa seca que atingiu o Nordeste, autorizando-se a emissão de 400 mil contos de notas do Tesouro para financiar o maior déficit da história republicana até então.

Porém, essa monetização do déficit representou apenas um pequeno interregno, retornando-se à política monetária contracionista depois de 1932, praticando-se a queima do papel-moeda à medida que obrigações do Tesouro eram vendidas. Também é importante destacar que, como será analisado posteriormente, em 1931 o Brasil obteve o terceiro *funding loan*, dando passo a uma longa seqüência de negociações da dívida externa.

A política de redução dos déficits orçamentários, conjugada com a contração monetária, prevaleceu com razoável êxito até 1937, ano da primeira moratória da dívida externa brasileira, quando “explicitou-se a contradição entre os programas de

---

<sup>40</sup> Para uma exposição mais detalhada das políticas econômicas implementadas durante o período 1900-1930, e uma discussão sobre seu caráter verdadeiramente ortodoxo, ver Fritsch (1990).

investimentos públicos e a manutenção dos pagamentos do serviço da dívida, mesmo em escala reduzida, o que conduziu a uma reversão da política adotada desde 1930” (Abreu, 1990, p. 91).

No período que antecedeu a Segunda Guerra Mundial, e principalmente a partir de 1942, a política monetária passou a ser expansionista, financiando elevados déficits públicos com emissão primária. Essa política esteve diretamente vinculada ao plano de financiamento de guerra. Previa-se, entretanto, que 25% da emissão de papel-moeda deveria estar lastreada em ouro e divisas do país. Na prática, contudo, observou-se apreciável emissão, tanto para financiar o déficit do Tesouro, como para viabilizar a compra de moeda estrangeira, que decorria dos superávits comerciais não planejados, num contexto de câmbio fixo.

Fazendo uma síntese sobre a política monetária e o papel da senhoriagem na monetização do déficit público durante o período 1889-1945, Villela e Suzigan (2001, p. 239-240) concluem que

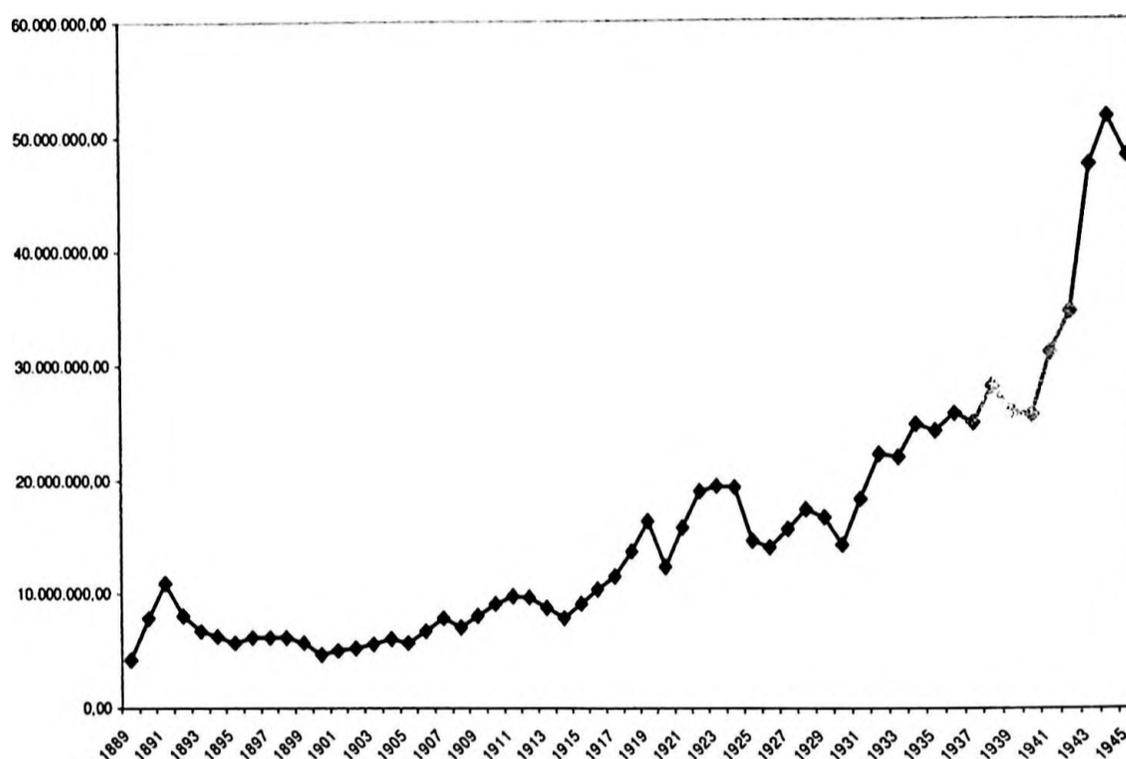
“Embora [a política de estabilidade monetária] refletisse, como é natural, o pensamento econômico corrente, a obsessiva preocupação em evitar o ‘excesso do meio circulante’ deve ter sido uma decorrência da desordenada expansão monetária do início da República, que desencadeou a crise do Encilhamento(...)Nem sempre, porém, era possível manter a estabilidade monetária. E grandes emissões ocorriam quase sempre em virtude de déficits no orçamento do Governo Federal, apesar da política de equilíbrio orçamentário”.

Utilizando dados de MI para o período 1889-1945, estimou-se o imposto inflacionário como uma proxy da senhoriagem real arrecadada. O Gráfico 8 permite visualizar a tendência claramente ascendente da senhoriagem, que, como foi visto, foi empregada, apesar de alguns interregnos ortodoxos, como fonte adicional de arrecadação ao longo do período considerado<sup>41</sup>.

---

<sup>41</sup> Optou-se por utilizar o imposto inflacionário, pois, tal como assinalam Issler e Lima (1998), a variação da base monetária não necessariamente está associada ao financiamento do déficit público. Isto é particularmente certo num contexto de câmbio fixo, regime que prevaleceu durante o período considerado. Utilizou-se como taxa de inflação as estimativas de variação de preços de Goldsmith (1986) e Onody (1960). Para evitar o problema com as taxas de inflação negativas registradas em alguns anos, realizaram-se dois passos. Em primeiro lugar, efetuou-se um “encadeamento para trás” dos índices do IGP-DI a partir de 1944, usando-se as taxas de inflação anteriores. Em segundo lugar, utilizou-se como medida de inflação final um índice a partir da razão entre o valor do IGP-DI estimado para um determinado ano e o imediatamente anterior.

**GRÁFICO 8 - EVOLUÇÃO DA SENHORIAGEM REAL ARRECADA: 1889-1945 (R\$ Milhares de 2004)**



Fonte: Elaboração própria com base em dados de Peláez e Suzigan (1976), IBGE, Goldsmith (1986) e Onody (1960).

No período do pós-guerra, durante o começo do governo Dutra (1946-1950), a inflação, causada pelos déficits fiscais permanentes, foi identificada como o problema prioritário a ser resolvido, e para isso seria necessário realizar políticas fiscais e monetárias contracionistas. Na prática, porém, ainda que a política fiscal realizada no período 1947-1948 tenha sido austera, com diminuição de investimentos públicos, a política monetária, que havia reduzido a quase zero as emissões de moeda em 1947, foi flexibilizada em decorrência da expansão de crédito do Banco do Brasil.

A partir de 1949, a política econômica perde todo o resquício ortodoxo, praticando-se uma política monetária francamente expansionista, que validava a expansão do crédito real do Banco do Brasil, gerando-se, ao mesmo tempo, apreciável déficit público. Como assinala Saretta (1996)

“Assim, a política econômica daqueles anos, que vão desde 1946 a 1950, apresentou caráter oscilante, que passou das melhores intenções, baseadas nos predicados da boa gestão dos gastos públicos e na diminuição da intervenção estatal, para rigorosos controles sobre setores importantes da economia e para déficits e liberalização de crédito tidos como inevitáveis para o desenvolvimento econômico do País.”

Posteriormente, já no segundo governo Vargas (1951-1954), novamente identificou-se a necessidade de equilibrar as finanças públicas, adotando uma política monetária restritiva para viabilizar a redução da taxa de inflação. Com efeito, durante 1951-1952, a contenção do gasto público e o aumento das receitas tributárias geraram superávits fiscais, possibilitando a redução da emissão monetária. Contudo, a partir de 1953 a situação fiscal deteriorou-se, frente à expansão do gasto público, motivada pelos investimentos realizados para dotar o país de infra-estrutura econômica, criando-se diversas empresas estatais produtoras de insumos industriais. Dessa forma, apesar do importante aumento de receita fiscal, derivado do recolhimento dos ágios dos leilões cambiais, autorizados no final de 1953, o déficit público volta a ser financiado com expansão dos meios de pagamento.

Em 1954 Café Filho assume a presidência da República, promovendo novo ensaio ortodoxo ao nomear Eugênio Gudin para o ministério da Fazenda, frente à grave crise cambial enfrentada pelo país. Como de costume, identificou-se o déficit público e o resultante aumento da oferta monetária como a principal causa da inflação, propondo como solução a austeridade fiscal e a contração monetário-creditícia. Em particular, limitou-se a quantidade de empréstimos realizados por diversas carteiras do Banco do Brasil que financiavam entidades públicas e o próprio Tesouro Nacional. A experiência ortodoxa, no entanto, teve duração limitada, sendo Gudin substituído no começo de 1955 por José Maria Whitaker, que abandonaria as políticas anteriores, em prol da expansão do crédito<sup>42</sup>.

A partir do governo Kubistchek (1956-1961), a execução do Plano de Metas, incluindo a construção de Brasília (a “meta-síntese”), torna mais evidente a opção pelo crescimento econômico em detrimento do equilíbrio macroeconômico interno. A principal forma de financiamento dos elevados déficits públicos gerados foi, apesar do recurso ao endividamento externo, a emissão monetária. De fato, tal como é assinalado por Villela (2005, p. 57):

---

<sup>42</sup> Para mais detalhes sobre as políticas econômicas adotadas durante o governo Café Filho, ver Pinho Neto (1990).

“...o principal mecanismo de financiamento do Plano de Metas foi a inflação, resultante da expansão monetária que financiava o gasto público e do aumento de crédito, que viabilizava os investimentos privados. Tratava-se, portanto, de um mecanismo clássico de extração de “poupança forçada” da sociedade como um todo, via inflação, e seu redirecionamento aos agentes (públicos e privados) encarregados de realizarem as inversões previstas no Plano de Metas. Para tanto, contribuiu a estrutura particularmente complexa de execução da política monetária no país na época, na qual o Banco do Brasil cumpria, simultaneamente, funções de banco central e banco comercial.

Na prática, o Banco do Brasil promovia a expansão primária dos meios de pagamento, ao emprestar ao Tesouro para ajudar a cobrir o déficit de caixa (causado, em grande parte, por subsídios dados às empresas de transporte de propriedade do governo federal).”

A forte elevação da inflação entre 1957 e 1958 levou ao encaminhamento ao Congresso do Plano de Estabilização Monetária (PEM), elaborado por Lucas Lopes e Roberto Campos. O Plano optava por uma estratégia de estabilização monetária gradual, mas sofreu resistências por parte do presidente do Banco do Brasil, que se recusava a contrair a concessão de créditos às indústrias, sendo completamente abandonado durante o segundo semestre de 1959, preservando-se o Plano de Metas e a construção da nova capital.

Por sua vez, o conturbado período 1961-1963 inicia-se com a eleição por ampla maioria de Jânio Quadros, que aparentemente identificava os problemas de estabilização herdados do período JK. Assim, houve a intenção de lançar um pacote de medidas de caráter ortodoxo, que incluíam, entre outras, redução do gasto público e política monetária contracionista. No entanto, sua renúncia poucos meses depois de iniciado o governo não permitiu dar seguimento às medidas anteriores, levando o país ao desequilíbrio fiscal, monetário e creditício.

A renúncia de Quadros levou a que o vice-presidente, João Goulart, tomasse posse, mas a crise política gerada terminou instituindo, como solução de compromisso, o sistema parlamentarista de governo. O programa econômico apresentado pelo Primeiro Ministro, Tancredo Neves, apesar de significativamente genérico, pretendia alcançar “razoável estabilidade de preços” a partir de redução do déficit público e da introdução de técnicas de planejamento na execução orçamentária. Todavia, na prática, como observa Abreu (1990, p. 203):

“A perda de controle sobre a economia toma-se clara a partir de maio [de 1962] com o significativo aumento do déficit de caixa do governo gerado pelo aumento das despesas públicas e o aumento da taxa de expansão da oferta monetária. A principal pressão sobre os gastos públicos estava associada ao déficit das empresas do governo no setor de transportes (Rede Ferroviária Federal, Lóide Brasileiro, entre outras).”

Com a volta ao regime presidencialista, a partir de janeiro de 1963, promove-se outra tentativa de cunho ortodoxo com o Plano Trienal, sob a direção de Celso Furtado, cujos objetivos eram reduzir a inflação, e, simultaneamente, promover o crescimento econômico. Pastore e Pinotti (2005, p. 9) descrevem dessa forma o Plano Trienal:

“O Plano Trienal baseava-se em políticas fiscal e monetária restritivas, causando espanto aos analistas econômicos e políticos da época pela inexistência de elementos heterodoxos. Era proposta a redução do déficit público, através do aumento de receitas e redução de despesas.”

Porém, apesar do Plano ter promovido severa redução da liquidez real em 1963, ao limitar a expansão do crédito em 35%, foi abandonado logo no começo desse ano. A partir de então, os reajustes dos salários foram superiores aos previstos, o que, conjuntamente com a desvalorização cambial e correção de vários preços reprimidos elevou a inflação. Poucos meses depois, a situação fiscal conheceu uma deterioração expressiva, quando o déficit superou 30% do gasto público. Logo após a saída de Furtado do governo, sucederam-se dois novos ministros da Fazenda, sem que tenha havido qualquer avanço em termos de disciplina fiscal e estabilização.

Pouco depois do Golpe Militar em 1964 surge novo plano de estabilização, o PAEG<sup>43</sup>, que foi definido como um plano de combate à inflação de caráter gradualista<sup>44</sup>, em oposição a um tratamento de choque que, na visão das autoridades da época, poderia gerar severa crise de estabilização. Na verdade, como foi dito, esse novo plano também nutria preocupações com o crescimento econômico e o estímulo das exportações. O diagnóstico para a existência da inflação baseava-se tanto em elementos de demanda – monetização do déficit público – como de oferta agregada – expansão dos salários.

---

<sup>43</sup> Para uma descrição detalhada do PAEG e sua implementação, ver Campos (1994), Cap. XII.

<sup>44</sup> Para as bases teóricas da estratégia de gradualismo no combate à inflação, ver Simonsen (1970, Cap. I) e Simonsen e Campos (1974, Cap. V).

Dado o anterior, com relação ao equilíbrio fiscal e à senhoriagem o plano previa cortes de despesas, aumento da arrecadação fiscal, decorrente de uma reforma tributária – como foi mencionado anteriormente e o estabelecimento de um orçamento monetário que viabilizasse taxas decrescentes para a expansão dos meios de pagamento. Outro ponto importante abordado pelo referido Plano foi a criação do Banco Central, com o objetivo de reduzir o grau de dominância fiscal existente na economia brasileira.

Todavia, na prática, o Tesouro continuou obtendo recursos da autoridade monetária, mantendo-se o Banco do Brasil no conjunto das autoridades monetárias. Além disso, apesar das políticas monetárias e fiscais contrativas efetivamente implementadas durante 1964-1966, as metas relativas à taxa de inflação, expansão dos meios de pagamento e aumento do crédito foram ultrapassadas. Um importante avanço, contudo, foi a introdução da correção monetária em 1965, viabilizando a criação de um mercado de dívida pública interna, o que possibilitou, pelo menos por um lapso, o financiamento não monetário dos déficits públicos.

De qualquer forma, como conclui Lara Resende (1990):

“...o PAEG não foi um programa perfeitamente ortodoxo. Suas intenções demonstram demasiada preocupação com a manutenção de taxas de crescimento e, portanto, alguma tolerância com a inflação, que deve ser combatida através de estratégia gradualista.”

Em 1967 assume a presidência o General Costa e Silva, com Delfim Netto ocupando a pasta da Fazenda. O rumo da política econômica, a partir de então, sofre modificações importantes. Por um lado, enfatiza-se um diagnóstico de inflação de custos, e por outro, procura-se a conciliação das políticas de estabilização com o crescimento econômico, anunciando-se o Plano Estratégico de Desenvolvimento (PED). A política fiscal adotada foi aparentemente contracionista, mas o déficit primário medido não incluía o resultado das empresas estatais, que aumentaram sua participação nos investimentos públicos em infra-estrutura, a partir de crescente endividamento. Por sua vez, a política monetária foi francamente expansiva a partir de 1967, estabelecendo-se controles de preço como forma de mitigar o efeito inflacionário.

Os resultados em termos de crescimento econômico durante o período 1968-1973 foram muito expressivos, com uma taxa de expansão do PIB real da ordem de 11% ao ano, criando-se a expressão “milagre econômico”. Além disso, esses resultados foram ainda mais surpreendentes pelo fato do vigoroso ritmo de crescimento ter sido acompanhado de queda da inflação e superávits do balanço de pagamentos.

No entanto, de acordo com Hermann (2005a, p. 86), comparando-se a evolução dos meios de pagamento e do crédito, pode-se notar que a expansão real média anual no primeiro caso alcançou 14% entre 1968 e 1973, frente a 5% no período 1964-1967; enquanto no segundo caso o crescimento real médio anual foi de 17% entre 1968 e 1973, ante 5% no período 1964-1967. Em termos de senhoriagem, Correa do Lago (1990, p. 264) assinala que “até 1968 parte do déficit do Tesouro foi financiada pelas autoridades monetárias, mas a partir de 1969 o déficit foi amplamente coberto pela colocação líquida de títulos da dívida pública federal (ORTNs e LTNs) junto ao público”. No caso das empresas estatais, o financiamento dos seus investimentos concentrou-se no endividamento externo.

Por outro lado, com relação ao decênio 1974-1984, que englobou os governos Geisel e Figueiredo, pode-se afirmar que as autoridades econômicas optaram por dar continuidade ao processo de substituição de importações, aumentando, ao mesmo tempo, os investimentos públicos, como uma forma de absorver o impacto negativo dos dois choques do petróleo. Essa estratégia utilizou como principal forma de financiamento os empréstimos externos dirigidos às empresas estatais, evitando temporariamente a monetização do déficit público, porém aumentando a vulnerabilidade externa do país, que ficaria patente na crise da dívida externa no começo dos anos oitenta<sup>45</sup>. De qualquer forma, tal como é mencionado por Carneiro (1990), o ano de 1975 foi marcado por um importante descontrole monetário, que provocou a expansão da demanda agregada e o retorno às altas taxas de inflação durante o começo da implementação do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND).

No período conhecido como “Nova República” (1985-1989), o Brasil volta a ter um civil como presidente e assiste a uma sucessão de planos de estabilização malsucedidos. A inflação era vista como o problema principal da economia brasileira, ainda que não

---

<sup>45</sup> Para mais detalhes sobre as políticas econômicas adotadas durante o período 1974-1984, ver Herman (2005b), Carneiro (1990) e Carneiro e Modiano (1990).

houvesse consenso entre os economistas sobre sua verdadeira causa, insistindo-se na hipótese da “inflação inercial” como causa básica. Essa hipótese era encampada por vários economistas heterodoxos, frente aos reduzidos déficits públicos operacionais, o que supostamente invalidaria a relação causal entre inflação e déficit público.

Por esse motivo, o Plano Cruzado, adotado em agosto de 1985, buscava atacar as causas “inerciais” da inflação, promovendo congelamento generalizado de preços e salários e desindexação da economia. Não houve, portanto, nenhuma preocupação em realizar qualquer ajuste fiscal, ao mesmo tempo que se instituiu um novo elemento de inflação de custos com o “gatilho salarial”, que previa reajuste automático dos salários sempre que a inflação acumulasse 20%. O fim do Plano Cruzado ocorreu em fevereiro de 1987, com a extinção do congelamento de preços e a decretação da segunda moratória da dívida pública externa da economia brasileira.

Seguiram-se outros pacotes como o Cruzadinho, Cruzado II e dois novos planos – Plano Bresser e Plano Verão – que compartilharam com o Cruzado elementos heterodoxos similares (congelamentos, desindexação), porém, contendo uma promessa de ajuste fiscal que, em todos os casos, fracassou na prática. Essa falta de ajuste fiscal, por concepções teóricas<sup>46</sup> ou por impossibilidade política, junto às recorrentes pressões salariais fizeram minar o objetivo central de todos esses planos, a redução da inflação, que ressurgia com força ainda maior após um período de arrefecimento inicial<sup>47</sup>.

Assim, o déficit público nominal – que inclui, à diferença do conceito operacional, os reajustes da dívida pública por correção monetária – passa a representar a extraordinária cifra média de 42% do PIB durante a “Nova República”. Tudo isso, sem que se pudesse evitar a utilização da senhoriagem, pois a política monetária foi acomodatória ao longo desse período, evidenciando a permanência da dominância fiscal.

O ano de 1990 inicia-se com a posse do novo presidente da República, Fernando Collor, em 15 de março, e o lançamento do chamado Plano Collor I. Em síntese, o Plano reconhecia o problema fiscal, e propunha-se a resolvê-lo a partir de aumentos da

---

<sup>46</sup> Apesar de reconhecer a existência de uma “crise fiscal”, Bresser Pereira (1996 e 1998) insiste no caráter puramente inercial da inflação brasileira.

<sup>47</sup> Para uma excelente descrição e análise de todos esses planos de estabilização, ver Modiano (1990) e Castro (2005).

arrecadação fiscal - via criação de novos tributos e aumentos dos já existentes – e através da desindexação parcial da economia e desoneração temporária do pagamento de juros sobre a “moeda indexada” – depósitos bancários com contrapartida de títulos públicos e privados de *overnight*. Para alcançar esse último objetivo e contribuir com a redução da inflação, promoveu-se o “seqüestro de liquidez”, bloqueando por 18 meses todas as aplicações financeiras que ultrapassassem NCr\$ 50.000.

Depois de provocar grande crise financeira e queda do PIB, o Plano Collor I fracassou em debelar a inflação, que, como nos outros casos, recrudescer após a redução inicial, pois, de acordo com Pastore (1990), o bloqueio da “moeda indexada” representava uma restrição do estoque de moeda, estando a inflação associada ao fluxo da mesma. O referido autor também argumenta que a política monetária durante esse período era extremamente passiva, pois toda vez que o Tesouro incorria em déficit e emitia títulos, o Banco Central via-se obrigado a recomprar o excesso de títulos por um dia, expandindo com isso a base monetária. Assim, mantinha-se indiretamente, a partir dessa zeragem automática da dívida pública, o financiamento do déficit público a partir da senhoriagem.

O fracasso do Plano Collor I levou à substituição na pasta da Fazenda de Zélia Cardoso por Marcílio Marques Moreira, implementando-se o chamado Plano Collor II que consistia num ajuste fiscal gradual, cortando despesas públicas e racionalizando a administração pública. Além disso, previa a modernização do parque industrial e a desindexação da economia como formas adicionais de combate à inflação. Nos primeiros meses o plano foi capaz de conseguir reduzir a inflação, contudo a crise política que levou ao *impeachment* do Presidente Collor minou de forma irreversível a credibilidade do governo, terminando com a continuidade do plano.

Com a subida ao poder do vice-presidente Itamar Franco e a posterior nomeação de Fernando Henrique Cardoso para o ministério da Fazenda, concebeu-se o Plano Real, o último e mais bem sucedido dos planos de estabilização aplicados no Brasil desde o primeiro “choque heterodoxo” do Cruzado. Justamente, uma das grandes diferenças do Plano Real com seus precursores das décadas de 1980 e 1990 foi o reconhecimento explícito de que o desequilíbrio das contas públicas era a principal causa da inflação brasileira, sem descuidar do componente inercial associado à indexação.

Nesses termos, o Plano Real propunha-se numa primeira fase realizar um ajuste fiscal, que englobava uma redefinição da relação da União com os estados e municípios e entre o Banco Central e os bancos estaduais, iniciando-se o processo de renegociação das dívidas estaduais e municipais. Além disso, novos impostos foram criados e procedeu-se à desvinculação de parte da receita do governo federal, dando maior ênfase, ao mesmo tempo, ao combate à sonegação.

A segunda fase do Plano objetivava eliminar o componente inercial da inflação, mas ao contrário das experiências heterodoxas anteriores, evitou-se o congelamento, optando-se por criar uma quase-moeda (a URV) para possibilitar a desindexação voluntária. A terceira fase do Plano incluía uma série de medidas que visavam dotar a economia brasileira de uma âncora monetária e dar maior autonomia ao Banco Central. Contudo, terminou-se por adotar uma âncora cambial, ante a impossibilidade prática de manter metas em termos monetários.

Passada a fase inicial de redução da inflação, o governo deu continuidade à política de estabilização, tendo a Fernando Henrique Cardoso como presidente da República em dois mandatos consecutivos. Assim, a partir de 1998 nota-se um esforço fiscal ainda maior, com a renegociação da dívida de estados e municípios e o aumento da carga tributária, culminando com a Lei de Responsabilidade Fiscal promulgada em 2000. Esse maior esforço fiscal permitiu prescindir da senhoriagem como fonte adicional de arrecadação. Entretanto, como assinala Franco (2005, p. 274):

“O fato é que apenas depois de 1994, com o desaparecimento do recurso à inflação para ‘resolver’ o déficit, a penúria de recursos, diante dos fins, se torna a regra, e a dívida pública se torna um problema crescente, uma vez que o desequilíbrio fiscal, ainda que combatido com mais afinco do que nunca, não desaparece por inteiro. O Estado via-se obrigado a caber dentro de seus próprios meios...”.

De qualquer forma, apesar da apreciável elevação da dívida pública, motivada também pela manutenção de taxas de juros elevadas, pela desvalorização cambial e pelo

reconhecimento de antigos passivos fiscais (“esqueletos”), o Plano Real teve êxito em reduzir a inflação, diminuindo apreciavelmente o déficit público e evitando recorrer à senhoriagem<sup>48</sup>.

Finalmente, a partir de 2003, o governo Lula, numa aparente demonstração de que no caso brasileiro o pragmatismo parece sobrepor-se à concepções ideológicas, rompeu absolutamente com seu passado contestador em relação às políticas econômicas do período FHC e adotou a estratégia de um *overshooting* fiscal. Assim, tanto a política fiscal como a monetária, a partir de então, foram conduzidas de forma ainda mais austera que no período anterior, estabelecendo-se metas de superávit primário ainda mais exigentes que aquelas negociadas com o Fundo Monetário Internacional e dando continuidade ao regime de metas de inflação implementado na administração anterior. Outra característica comum foi continuar evitando a utilização da senhoriagem como fonte adicional de arrecadação, alcançando-se expressivos resultados em termos de controle da inflação e reduzindo de forma importante o déficit público nominal. De fato, tal como assinala Giambiagi (2005b, p. 216):

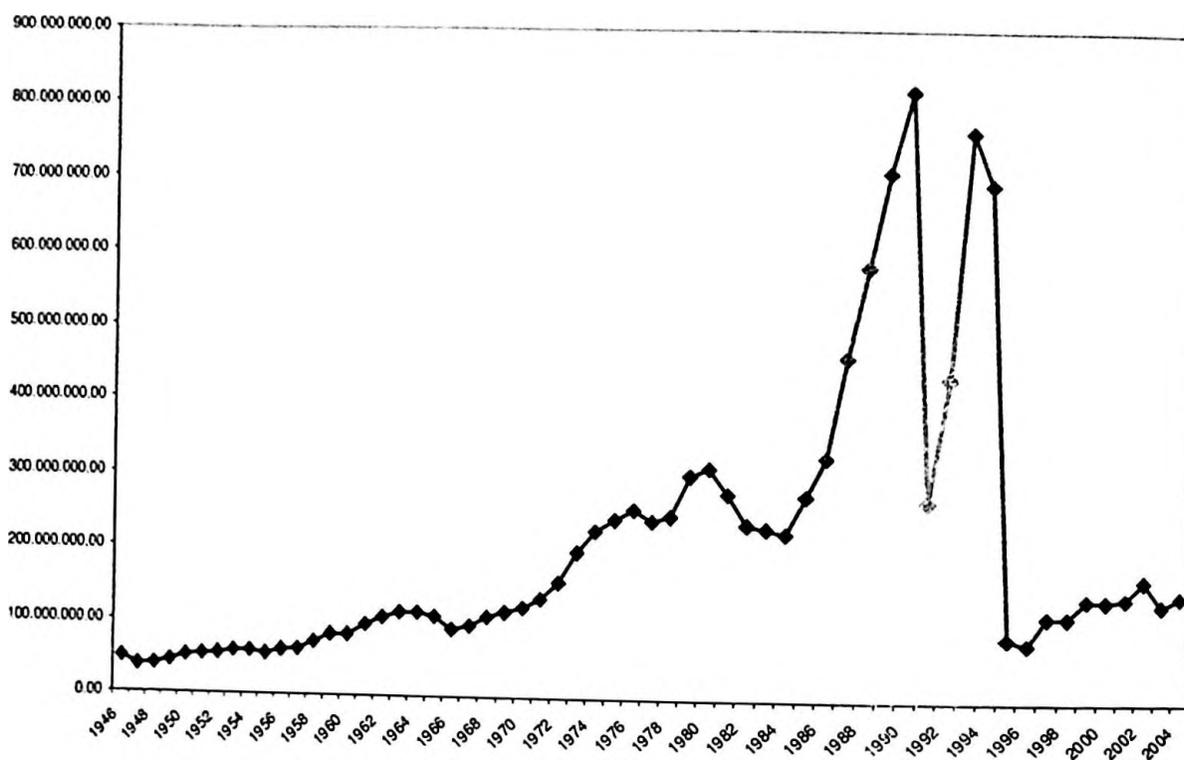
“...o governo do presidente Lula deu prosseguimento àquelas reformas e à política econômica baseada no ‘tripé’ flutuação cambial/metabolismo de inflação/austeridade fiscal, rumando, assim, para o centro em relação às posições tradicionalmente defendidas pelo PT até então. O Partido repetiu a experiência histórica de muitos partidos de esquerda que, na América Latina ou na Europa, tinham abandonado posturas mais radicais, em nome da governabilidade e da conciliação dos ideais socialistas com o modelo de economia de mercado. Assim, o PT passou a disputar o campo da social-democracia, até então ocupado no Brasil apenas pelo PSDB.”

Dado todo o anterior, poder-se-ia afirmar que, em geral, e pese as esporádicas realizações de política econômica ortodoxa vislumbrados em algumas ocasiões, a senhoriagem foi utilizada sistematicamente pelo governo como importante fonte adicional de arrecadação durante o período 1889-1994, que cobre quase toda a era republicana. De fato, como pode ser visualizado no Gráfico 9, a senhoriagem arrecadada, novamente medida a partir do imposto inflacionário de M1, apresenta uma tendência claramente ascendente até 1994. A partir de então, reduz-se apreciavelmente, mantendo-se em patamares mais reduzidos durante o período 1995-2004.

---

<sup>48</sup> Para mais detalhes sobre as políticas econômicas adotadas durante os dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso, ver Giambiagi (2005a). Para aprofundar sobre as origens do Plano Real, recomenda-se Franco (1995).

GRÁFICO 9 - EVOLUÇÃO DA SENHORIAGEM REAL ARRECADA: 1946-2004  
(R\$ Milhares de 2004)



Fonte: Elaboração própria com base em dados de IBGE e IPEADATA.

Essa permanente situação de dominância fiscal contrasta absolutamente com o período imperial, onde, como foi visto, o recurso à senhoriagem foi utilizado de forma pouco expressiva, com algumas exceções para situações de guerras, rebeliões ou choques climáticos exógenos. Portanto, se durante o Império a utilização da senhoriagem para financiar os déficits do Tesouro foram a exceção, na República praticamente se constituíram em regra.

Não obstante, como será analisado posteriormente, a senhoriagem não parece ter sido o único elemento que garantiu a sustentabilidade da política fiscal do período republicano, pois o endividamento externo e interno e, principalmente, os *defaults* e renegociações da dívida pública também podem haver contribuído em algumas ocasiões para o equilíbrio intertemporal das finanças públicas brasileiras.

### 5.2.3. Gasto Público

Os primeiros anos da República foram marcados por intensa agitação política e vários levantes militares. Assim, durante o começo de 1891 a crise política imperante no próprio governo provocou a renúncia coletiva de todos os ministros. Meses depois, o

Congresso Nacional foi dissolvido e proclama-se estado de sítio, cercando-se os edifícios da Câmara e do Senado com tropas militares. Finalmente, ainda nesse ano a revolta da esquadra liderada por Custódio de Melo culmina com a renúncia de Deodoro da Fonseca.

O governo seguinte, do Presidente Floriano Peixoto, também esteve marcado por um período conturbado, começando pela sublevação das Fortalezas de Santa Cruz e da Laje em 1892, e prosseguindo no mesmo ano com o início de uma guerra civil no Rio Grande do Sul, que se estendeu até julho de 1895. Além disso, em setembro de 1893 explode a revolta naval, e em 1896 deu-se a Guerra de Canudos, que se prolongou até fins de 1897. Nesse mesmo ano ocorrem as insurreições das Academias Militares do Rio de Janeiro e do Ceará, culminando com o atentado à vida do Presidente Prudente de Moraes.

Por tudo isso, pode observar-se um aumento contínuo das despesas dos ministérios da Guerra e da Marinha, que chegaram a representar de 30% a 40% do gasto público total durante o período 1893-1895, reduzindo-se para aproximadamente 25% nos dois anos posteriores, e mantendo tendência decrescente, desde então.

Do ponto de vista da ótica do dispêndio, durante o período 1890-1898, a principal categoria das despesas públicas estava representada pelos gastos com consumo, elevando sua participação em relação às despesas totais de 60,8% em 1890 a 78,7% em 1894. Este item, conjuntamente com as despesas com pessoal e outras compras de bens e serviços – que englobavam principalmente as despesas com ferrovias – alcançaram um valor máximo em 1894, devido às despesas associadas com a guerra civil no Rio Grande do Sul.

A segunda categoria de gasto público mais importante durante o mesmo período estava associada com o serviço da dívida pública, cujas despesas representaram 53,2% dos gastos totais em 1898, ano em que o Brasil negociou seu primeiro *funding loan*. O terceiro gasto público mais importante no período referido estava representado pela formação bruta de capital fixo, cuja importância relativa mostrou tendência declinante, passando de 10,8% em 1890 para 3,2% em 1897.

A partir dos anos 1899-1902, que coincidiram com a Presidência de Campos Sales, o gasto público sofreu expressiva redução, refletindo a preocupação do ministro

da Fazenda, Joaquim Murinho, com a redução do déficit público, que, como foi mencionado, era identificado com a existência de inflação. Durante esse período todos os ministérios sofreram redução, com especial ênfase para os ministérios da Marinha e da Guerra, centralizando-se os gastos com a dívida pública no ministério da Fazenda. Do ponto de vista do dispêndio, os gastos relacionados ao investimento público sofreram drástica redução, modificando-se, ao mesmo tempo, sua composição, que passou a dar menor importância aos investimentos em infra-estrutura.

Essa última tendência alterou-se radicalmente a partir do governo Rodrigues Alves (1902-1906), administração marcada pela grande ênfase outorgada aos investimentos públicos em infra-estrutura econômica e social do país, cuja participação média em relação às despesas totais alcançou 13%, chegando a 30% em 1904. Em compensação, as despesas públicas com consumo reduziram-se durante esse período, situando-se numa média bastante inferior em relação ao governo anterior. Por sua vez, os gastos associados ao serviço da dívida pública interna e externa representaram ao redor de 25% do total, refletindo a contratação de um empréstimo externo em 1903 e a emissão de títulos da dívida interna para a encampação de empresas de serviços públicos, portos e estradas de ferro.

A administração seguinte (1906-1909), que coube a Afonso Pena, e após sua morte, a Nilo Peçanha, manteve a mesma tendência a enfatizar a formação bruta de capital fixo por parte do setor público, destacando-se os investimentos dirigidos à expansão e melhoramento de portos e ferrovias e ao reequipamento da Marinha. Não obstante, a participação das despesas com o serviço da dívida pública em relação ao gasto público total aumentou de 20,7% em 1907 e 1908 para 24,6% e 27,1% em 1909 e 1910, respectivamente, devido à amortização antecipada da dívida externa associada ao *funding loan*.

O período compreendido pela presidência de Hermes da Fonseca (1910-1914) foi marcado por fortes agitações políticas e levantes, começando por uma revolta naval nos primeiros dias do novo governo, que foi obrigado a decretar várias vezes estado de sítio. Pouco tempo depois, os governos estaduais são derrocados pelo governo federal, que ordena o bombardeio de Manaus e Salvador, sucedendo-se a Revolução de Juazeiro e a Campanha do Contestado.

Entretanto, apesar do clima de tensão interna, o governo deu continuidade ao investimento público em obras de infra-estrutura, elevando-se a participação das despesas com formação de capital fixo a expressivos índices compreendidos entre 20% e 24%. No entanto, os gastos com o serviço da dívida interna, e, principalmente, externa continuaram a absorver grande parte das despesas, realizando-se nova emissão de títulos da dívida interna e negociando-se um novo *funding loan* em 1914.

Por outra parte, com relação ao período 1915-1922, pouco se sabe sobre a estrutura das despesas públicas, por falta de disponibilidade dos balanços gerais da União, sendo necessário recorrer às estimativas realizadas por Pereira e Pereira (2001, p. 42-44). Segundo as referidas autoras, as despesas públicas com consumo teriam sido fortemente reduzidas nesse período, mantendo-se elevada a formação de capital fixo (cerca de 24%, em média), com destaque para a expressiva participação nas despesas do Ministério da Viação, notadamente em 1914 (30,4%) e 1918 (33,1%). Outro item importante estaria representado pelas despesas com o serviço da dívida pública, ao vencer em 1917 o prazo de carência para o pagamento dos juros do primeiro *funding*, elevando-se sua participação para 32% em 1915-1918.

A efervescência política também foi marcante durante o período presidencial de Artur Bernardes (1922-1926), que governou quase todo o tempo com estado de sítio, num contexto de conflitos políticos, notadamente em relação aos governos estaduais dissidentes. O país encontrava-se em permanente estado de tensão, com revoluções e motins eclodindo em São Paulo, Amazonas, Pará, Pernambuco, Rio Grande de Sul e na Região de Missões, sem contar com o movimento tenentista, representado pela “Coluna Pestes”.

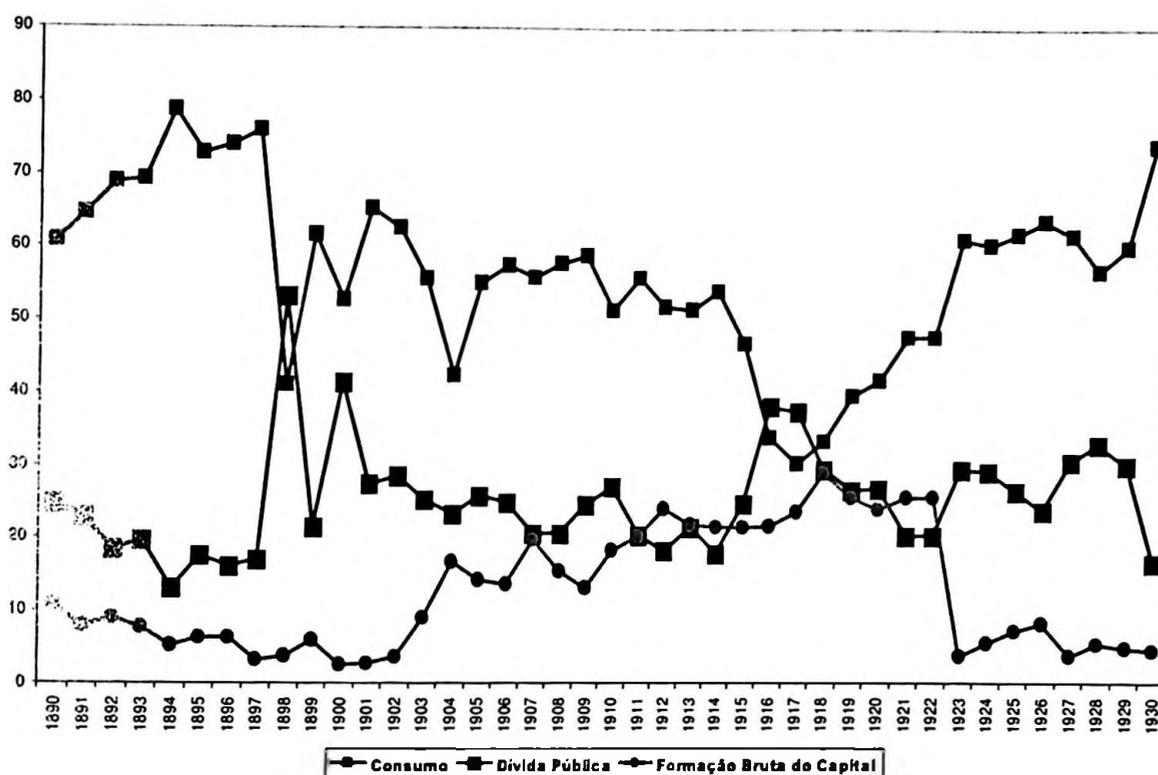
Dado o anterior, o governo optou por reduzir drasticamente os gastos associados à formação bruta de capital fixo, que passaram a representar 6% do total, ao mesmo tempo que aumentou as despesas com consumo, que passaram a representar 62% do total, associadas com os ministérios de natureza política e militar. Outro item de despesa importante, como sempre, esteve representado pelo serviço da dívida externa, cuja importância elevou-se, em média, a 27%, devido à retomada do pagamento dos juros da dívida em 1927, devido à renegociação alcançada com o segundo *funding loan*.

A partir de 15 de novembro de 1926 assume a presidência Washington Luís, cuja administração esteve caracterizada por apreciável tranquilidade política, reduzindo-se os gastos associados ao Ministério da Guerra, o que provocou uma diminuição das despesas de consumo. Esta tendência se reverteu a partir de 1929, devido a um significativo aumento do funcionalismo público e à revolução de 1930. Por sua vez, a participação média do investimento público no gasto fiscal total durante o período da presidência de Washington Luís (1926-1930) alcançou somente 4,5%.

Além disso, com relação aos gastos associados à dívida externa, estes elevaram ainda mais sua importância em relação às despesas públicas, alcançando 33% e 30,2% em 1928 e 1929, respectivamente. Este aumento de participação explica-se pelo pagamento dos serviços do *funding* e de um novo empréstimo externo de US\$ 60 milhões contraído com os Estados Unidos em 1926. Entretanto, em 1930 dita participação reduz-se apreciavelmente, passando a representar 16,7% do total, devido à crise cambial e monetária ocasionadas pelo *suden stop* de capitais externos provocados pela Grande Depressão, que levou o Governo Provisório a negociar outro *funding* em 1931.

O Gráfico 10 permite visualizar a evolução das participações das despesas associadas ao consumo, dívida pública e formação bruta de capital fixo em relação ao gasto público total durante o período 1890-1930. Pode visualizar-se a predominância das despesas de consumo, seguida pelos gastos representados pelo serviço da dívida pública e pelas despesas com investimento público. Chama a atenção a flutuação presente na participação dos três itens de gasto público durante o período considerado.

**GRÁFICO 10 - EVOLUÇÃO DAS PARTICIPAÇÕES DAS DESPESAS DE CONSUMO, DÍVIDA PÚBLICA E FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL: 1890-1930 (%)**



Fonte: Elaboração própria com base em dados de Villela e Suzigan (2001).

A política fiscal contracionista implementada pelo Governo Provisório provocou uma redução geral das despesas de todos os ministérios, com exceção dos dois novos ministérios criados a partir de então: o ministério da Educação e Saúde e o do Trabalho, Indústria e Comércio. Sendo assim, as despesas de consumo e aquelas relacionadas à formação bruta de capital fixo reduziram-se apreciavelmente em relação ao ano anterior (diminuições de 26% e 50%, respectivamente). Não obstante, os serviços da dívida externa ainda representavam parte importante da despesa total, apesar da suspensão de algumas amortizações de créditos externos ocorridas em agosto de 1931.

Tal como foi dito anteriormente, a Revolução Constitucionalista de 1932 obrigou que o governo abandonasse a política fiscal contracionista, aumentando-se significativamente as despesas dos ministérios militares, levando os gastos de consumo a representar 77,3% do total. Por outro lado, o investimento público aumentou consideravelmente durante o período 1931-1933, destacando-se as despesas associadas ao Ministério da Viação<sup>49</sup>.

<sup>49</sup> Existe certa controvérsia em torno ao caráter efetivamente "keynesiano" da política fiscal brasileira implementada durante a Grande Depressão. Abreu (1990, p. 81) conclui que "[é], entretanto, a disposição de acomodar o choque fiscal através do aumento do déficit público, o elemento que permite, com

A partir de 1937 o regime ditatorial implementado pelo Estado Novo conferiu poderes discricionários ao presidente, que expandiu expressivamente a estrutura administrativa do setor público, criando-se vários órgãos. Por outro lado, a entrada do Brasil no esforço aliado da Segunda Guerra Mundial aumentou ainda mais as despesas dos ministérios militares, que já se encontravam num patamar elevado.

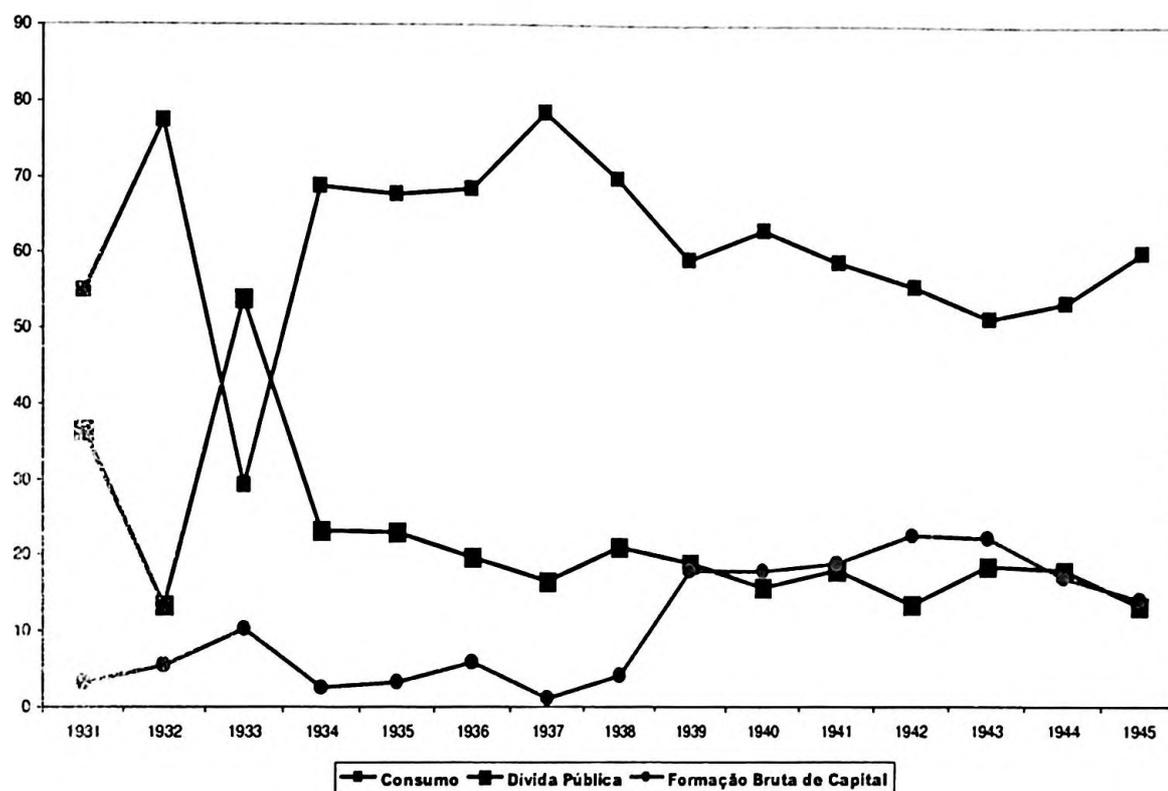
No caso da formação bruta de capital fixo, esta experimenta significativo incremento a partir de 1939 com a adoção do Plano Especial de Obras Públicas e Aparelhamento da Defesa Nacional, destacando-se o reequipamento da defesa e as construções da Companhia Siderúrgica Nacional e da Fábrica Nacional de Motores. Assim, o intervencionismo estatal, que se intensificou na economia brasileira por intermédio da instituição de autarquias públicas, assume uma forma mais direta com a atuação do Estado no setor produtivo. Também é importante destacar que ao longo dos anos trinta a União passou a assumir a responsabilidade, anteriormente reservada aos estados, pela sustentação dos preços do café.

O Gráfico II mostra a evolução das participações das despesas associadas a consumo, serviço da dívida pública e formação bruta de capital fixo para o período 1931-1945. Pode notar-se que as despesas de consumo continuam predominando, ainda que sua importância apresente tendência decrescente a partir de 1937. Por sua vez, os gastos associados ao pagamento da dívida pública perdem importância a partir de 1934, sendo sua participação em relação ao gasto público total superada pela participação das despesas vinculadas à formação bruta de capital fixo.

---

adequação, que se possa afirmar que a política econômica do Governo Provisório tenha sido pré-keynesiana.”.

**GRÁFICO 11 - EVOLUÇÃO DAS PARTICIPAÇÕES DAS DESPESAS DE CONSUMO, DÍVIDA PÚBLICA E FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL: 1931-1945 (%)**

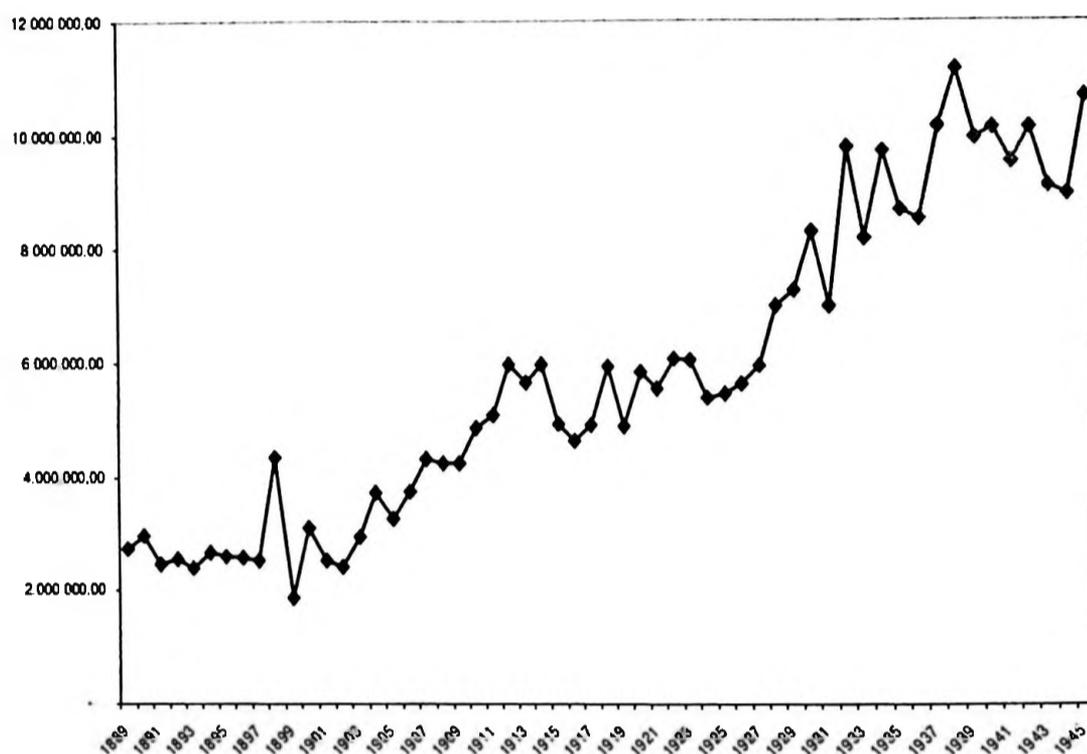


Fonte: Elaboração própria com base em dados de Villela e Suzigan (2001).

Assim, percebe-se, a partir da visualização do Gráfico 12, a tendência claramente ascendente do gasto público real durante o período 1889-1945. De fato, tal como Pereira e Pereira (2001, p. 29) concluem acerca da evolução do gasto público ao longo desse período:

“...a tendência de longo prazo da despesa pública mostrou-se ascendente para todas as esferas de governo, não obstante as flutuações ocorridas. Outra observação constatada foi que a despesa do governo federal, dos governos estaduais e municipais evoluíram paralelamente, mostrando desaceleração a partir de 1939.”

**GRÁFICO 12 - EVOLUÇÃO DO GASTO PÚBLICO REAL: 1889-1945**  
(R\$ Milhares de 2004)



Fonte: Elaboração própria com base em dados de Onody (1960), IBGE e Secretaria do Tesouro Nacional.

Essa tendência crescente das despesas públicas pode ser explicada, como ocorreu durante o Império, tanto por fatores endógenos como exógenos. Dentre os primeiros, podemos destacar o gasto com o serviço da dívida pública interna, e, principalmente, externa, além do maior grau de intervenção do Estado na economia, refletido pelas autarquias criadas e pelo aumento do investimento público ocorrido em várias ocasiões. Por sua vez, no caso dos fatores exógenos estão as despesas ocasionadas pelos gastos militares para fazer frente às constantes sublevações, revoltas e revoluções que eclodiram nesse período e as despesas associadas a choques climáticos regionais. Esses últimos tipos de gastos, conjuntamente com as despesas geradas pelas autarquias públicas criadas explicam a constante predominância dos gastos de consumo durante todo o período 1890-1945.

Desse modo, e apesar da preocupação aparente com o equilíbrio orçamentário, os sucessivos governos republicanos não foram capazes de financiar totalmente suas despesas a partir da arrecadação tributária, que como foi visto, até a Grande Depressão oscilava em consonância com os mercados internacionais.

Gerou-se, assim, uma situação quase permanente de déficit público, financiado seja por senhoriagem, como foi visto, seja por endividamento, notadamente externo, como se verá mais adiante. Villela e Suzigan (2001, p. 19-20) sintetizam as conclusões anteriores da seguinte forma:

“A evolução da política econômica brasileira, resumida em suas políticas monetária, cambial e fiscal caracterizou-se por bruscas e freqüentes mudanças de orientação. A regra geral em quase todo o período 1889-1945 foi uma constante preocupação com o equilíbrio orçamentário acompanhado de estabilidade monetária e cambial. No entanto, muitas vezes foi o Governo forçado a abandonar essas políticas(...)provocando novas emissões, quando não se recorria a novos empréstimos no exterior. Eram assim, por vezes, rompidos rígidos programas de estabilização monetária e cambial e equilíbrio orçamentário. A própria descontinuidade administrativa era um poderoso fator de confusão na orientação da política econômica. Somente nos oito primeiros anos da República houve doze Ministros da Fazenda. E cada um deles seguia política própria, na maioria das vezes baseada em pontos de vista estritamente pessoais.”

No período posterior à Segunda Guerra Mundial fortaleceu-se o setor produtivo estatal, no contexto do modelo de substituição de importações, visando garantir a provisão de insumos básicos para o processo de industrialização. É nesse contexto que deve ser entendida a criação de diversas estatais, o que contribuiu para uma expressiva elevação do gasto público, principalmente na área de formação bruta de capital fixo. De fato, como é apontado por Serra (1982, p. 68):

“Uma das características marcantes do desenvolvimento do capitalismo no Brasil diz respeito ao significativo papel do Estado como fator de impulso à industrialização. Esse papel foi exercido não apenas através de suas funções fiscais e monetárias e de controle do mercado de trabalho ou de sua função de provedor dos chamados bens públicos, mas também é sobretudo pela: (i) definição, articulação e sustentação financeira dos grandes blocos de investimento que determinaram as principais modificações estruturais da economia no pós-guerra; (ii) criação da infra-estrutura e produção direta de insumos intermediários indispensáveis à industrialização pesada.”

Não obstante, Pinho Neto (1996, p. 22) argumenta que essa estratégia de desenvolvimento deve ser entendida não tanto como uma opção de política e mais como uma resposta às adversidades da conjuntura internacional:

“Estando as prioridades geopolíticas norte-americanas concentradas em outras partes do mundo e com os mercados internacionais razoavelmente fechados, particularmente no que tange a

produtos em que os países em desenvolvimento tinham nítidas vantagens comparativas, restava a estes a alternativa de aprofundar o processo de industrialização via substituição de importações. Da mesma forma, o protecionismo no qual tal modelo se alicerçava resultou, em boa medida, da escassez de recursos externos, que levou estes países a priorizar a importação de equipamentos e bens de capital que não eram produzidos domesticamente.”

Por outra parte, tal como foi mencionado anteriormente, a política econômica do governo Dutra (1946-1950) pode ser concebida como ortodoxa até 1949, aplicando-se uma política fiscal austera, apesar do apreciável déficit ocorrido no primeiro ano de governo, decorrente de um importante reajuste dos salários do funcionalismo público. A partir de então, os gastos públicos sofreram apreciável redução, notadamente o investimento, gerando-se pequenos superávits orçamentários em 1947 e 1948.

A substituição do então ministro da Fazenda, Correa e Castro, por Guilherme da Silveira, num contexto de proximidade das eleições presidenciais, assinala um ponto de inflexão na política fiscal do governo Dutra, que passa a ser francamente expansiva durante 1949 e 1950, refletindo-se em elevados déficits públicos.

A segunda administração de Getúlio Vargas (1951-1954) inicia-se com a promessa de realizar numa primeira fase a estabilização da economia (“fase Campos Sales”), para posteriormente passar a uma fase de empreendimentos e realizações (“fase Rodrigues Alves”). Assim, as despesas do setor público nas três esferas de governo foram diminuídas em 1951, contribuindo, junto com um aumento da receita tributária, na geração do primeiro superávit global da União e estados desde 1926.

A partir de então, ganha força a meta de ampliação da infra-estrutura econômica do país, por intermédio das propostas elaboradas pela Assessoria Econômica do Gabinete Civil da Presidência, levando à criação de diversas empresas estatais (Petrobrás, Eletrobrás etc) dirigidas à produção de insumos industriais. O conseqüente aumento das despesas com obras públicas (10,2% real em 1954), associado aos gastos com a forte seca que atingiu o Nordeste, além dos importantes aumentos do funcionalismo público e dos dispêndios relacionados com as eleições municipais levaram ao abandono da política de contenção de despesas objetivada pelas autoridades econômicas em 1954. Além disso, o financiamento das grandes safras agrícolas, os desembolsos do Banco do Brasil para o pagamento de

atrasados comerciais e o crédito dado ao Estado de São Paulo, que se encontrava em situação de completa insolvência constituíram-se em pressões adicionais para o aumento do gasto público.

O governo Café Filho (1954-1955) começa, como foi analisado, com um programa econômico de cunho marcadamente ortodoxo, com a implementação de um severo programa de austeridade fiscal. Desse modo, realizou-se uma redução de 36% na alocação das verbas ministeriais em geral, destacando-se a diminuição de 60% no caso dos ministérios do Trabalho, Indústria e Comércio e Viação e Obras Públicas. Do ponto de vista do dispêndio, o plano de austeridade fiscal focou a redução das despesas públicas na formação bruta de capital fixo, que em 1955 sofreu queda de 8%. Posteriormente, como foi assinalado, Gudin deixa a pasta da Fazenda, sendo substituído por Whitaker, que ao concentrar-se na reforma cambial e expandir o crédito, pratica política fiscal expansionista.

A partir do governo Kubitschek (1956-1960), o setor público se comprometeu explicitamente com o desenvolvimento econômico, estabelecendo o Plano de Metas, que representou, de acordo com Giambiagi e Além (2000), o primeiro esforço de planejamento pró-industrialização do país. A prioridade do Plano estava no aprofundamento da estrutura industrial e a construção de uma infra-estrutura que viabilizasse esse objetivo. O Estado ficaria encarregado principalmente dos investimentos nos setores de energia e transporte (71,3% do total) e em atividades industriais básicas, tais como siderurgia e refino de petróleo, além de incentivar os investimentos privados na produção de insumos básicos e bens de capital.

Não obstante, as despesas públicas também aumentaram consideravelmente devido à construção de Brasília e, principalmente, em decorrência da política de sustentação dos preços do café. Villela (2005) assinala que, de acordo com outros autores, o custo de construção de Brasília foi estimado entre 2 a 3% do PIB, enquanto que a despesa com as compras internas de café teria consumido de três a quatro vezes mais recursos durante o período, superando, inclusive, o montante de recursos gastos com o Plano de Metas. Tal como foi assinalado anteriormente, a crise fiscal provocada pela vigorosa expansão do gasto público levou à aplicação do Plano de Estabilização

Monetária, de características marcadamente austeras, mas que foi rapidamente abandonado, mantendo-se a política fiscal expansionista.

O desequilíbrio fiscal e a aceleração da inflação herdadas do período JK levou Jânio Quadros e, posteriormente, João Goulart a anunciar medidas de contenção de despesas públicas. No caso do primeiro, as intenções foram frustradas por sua inesperada renúncia, enquanto que no caso de Goulart praticou-se efetivamente uma política fiscal contracionista com a adoção do Plano Trienal, mas que logo depois seria abandonada, praticando-se um aumento de 60% nos salários do funcionalismo público, em meio a um total descontrole das finanças públicas.

O período posterior, que se prolongaria pela década de 1970, marcado pela ascensão ao poder dos militares, foi caracterizado pela acentuação da participação do Estado na economia, apesar de uma tendência relativamente mais liberal presente no Governo Castello Branco. Nesse sentido, o governo militar, ao necessitar legitimar-se a partir do crescimento econômico, escolheu a via de aprofundar a adoção do modelo de substituição de importações, ampliando a participação direta do Estado no setor produtivo, ocupando os espaços não explorados pela iniciativa privada.

Essa expansão das empresas estatais foi viabilizada, por um lado, pelo aumento de suas receitas, decorrente da “inflação corretiva” do PAEG, que reajustou as tarifas públicas, e, por outro, pela abundante oferta de crédito de organismos multilaterais. Assim, no início da década de sessenta foi criada a holding Eletrobrás, enquanto em 1972 foi criada a Telebrás, destacando-se também a diversificação das atividades das empresas estatais, com a criação de subsidiárias da Petrobrás e da Companhia Vale do Rio Doce.

A implementação do II PND durante o Governo Geisel (1974-1978), como resposta ao choque do petróleo de 1974, aprofundou a tendência desenvolvimentista adotada a partir de 1968 com a adoção do PED. O ambicioso novo programa de investimentos seria dirigido aos setores que representavam uma restrição para o crescimento da economia brasileira. O financiamento dos investimentos públicos foi fundamentalmente realizado a partir da obtenção de empréstimos externos por parte das empresas estatais, que recebiam o aval do governo.

Deste modo, em termos de infra-estrutura básica, objetivava-se a ampliação da malha ferroviária, da rede de telecomunicações e dos canais de comercialização agrícola, com o intuito de aumentar tanto a oferta interna como as exportações. No setor de bens de produção, os investimentos estariam dirigidos à siderurgia, química pesada, metais não-ferrosos e minerais não-metálicos. No segmento energético, por outro lado, os investimentos teriam como foco o setor petrolífero, o setor elétrico e novas alternativas energéticas, destacando-se o Pró-álcool.

Assim, como é assinalado por Herman (2005a, p. 102-103):

“...na contramão dos controles monetário e fiscal, os investimentos das estatais se expandiram, elevando a taxa de investimento da economia, bem como a participação do governo na [formação bruta de capital fixo], que atinge 40% do total no período de 1974-78, ante 33% no período 1971-1973...(...)...Vale notar que esse aumento é explicado, exclusivamente, pelas empresas estatais, já que os investimentos realizados pela administração direta perdem peso relativo entre os dois períodos.”

Por sua vez, os anos 1979-1984 foram marcados pela ênfase no controle dos gastos públicos, frente o segundo choque do petróleo, ocorrido em 1979. Desse modo, com o objetivo de controlar os gastos realizados pelas empresas estatais, criou-se a Secretaria Especial para as Empresas Estatais (SEST), contribuindo para reduzir a importância dos investimentos públicos na formação bruta de capital fixo no período 1979-1980. Contudo, em termos da administração direta não houve diminuição dos gastos, pois os subsídios, direcionados principalmente à agricultura e às exportações, continuaram crescendo nesse mesmo período.

Durante o período 1981-1984 a política fiscal tornou-se francamente restritiva, frente ao insucesso das medidas de estabilização implementadas no começo do governo Figueiredo, reduzindo-se os investimentos públicos, e, portanto, a taxa de investimento da economia, que caiu de 23% em 1982 para 20% do PIB em 1983. Entretanto, apesar da política de contenção das despesas públicas, a dívida pública continuou crescendo, pressionando o déficit nominal, e alcançando a 14,3% do PIB. O aumento da dívida pública pode ser explicado pelos reajustes decorrentes da correção monetária, em um ambiente de aceleração da inflação, pela política de juros altos praticada e pelas

correções cambiais, que aumentavam o custo de oportunidade dos títulos, provocando uma elevação dos seus rendimentos.

Por outra parte, o período da “Nova República” (1985-1989) foi caracterizado por uma contínua deterioração das contas públicas, principalmente explicada pela expansão dos gastos correntes, devido ao aumento das despesas com o funcionalismo público. Outro fator de deterioração das contas públicas durante esse período foram as elevadas taxas de juros reais, que aumentavam as despesas financeiras associadas à dívida pública.

Na década de 1990 instituiu-se o Plano Nacional de Desestatização (PND), que priorizava a privatização de empresas públicas. Assim, durante os governos Fernando Collor e Itamar Franco (1990-1994) foram privatizadas 33 empresas federais, concentradas nos setores de siderurgia, petroquímica e fertilizantes. Além de contribuir para a redução do déficit público, a privatização também serviria para reduzir a dívida pública, pois os títulos eram aceitos como moeda de privatização. Com efeito, uma dívida de aproximadamente US\$ 3,3 bilhões foi transferida para o setor privado durante esse processo. De qualquer forma, apesar da natureza relativamente modesta do PND em termos de receitas geradas e cronogramas, este deu início a uma importante redução da participação do setor público na economia brasileira, o que contribuiu para a redução de despesas públicas, notadamente no caso dos investimentos.

Apesar da deterioração das contas públicas durante o primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso (1994-1998), devido ao efeito das altas taxas de juros sobre uma dívida pública crescente, a partir do Plano Real pode notar-se uma efetiva redução das despesas públicas. Destaca-se, em primeiro lugar a continuidade do programa de privatizações, que transferiu para o setor privado empresas estatais deficitárias ou até superavitárias, mas com baixo nível de investimento. Em segundo lugar, a partir de 1998 realizou-se uma reforma na Previdência, estabelecendo-se uma idade mínima para os novos ingressantes da administração pública, ampliando-se o tempo de contribuição de trabalhadores ativos e instituindo-se novas regras para o cálculo das aposentadorias.

Outra mudança importante foi a instituição da Lei de Responsabilidade Fiscal a partir de 2000, que estabeleceu tetos para as despesas com pessoal em cada uma das três esferas do governo e, além de incorporar vários dispositivos de controle das finanças

públicas, proibiu novas negociações de dívidas entre entes da Federação. Essas medidas, combinadas com a renegociação das dívidas estaduais e municipais, que estabeleceu como colateral as receitas futuras de transferências dos Fundos de Participação e do ICMS estadual, impuseram aos estados e municípios uma verdadeira restrição orçamentária, contribuindo para a redução de suas despesas e gerando superávits.

Além de tudo isso, como assinala Giambiagi (2005a, p. 184):

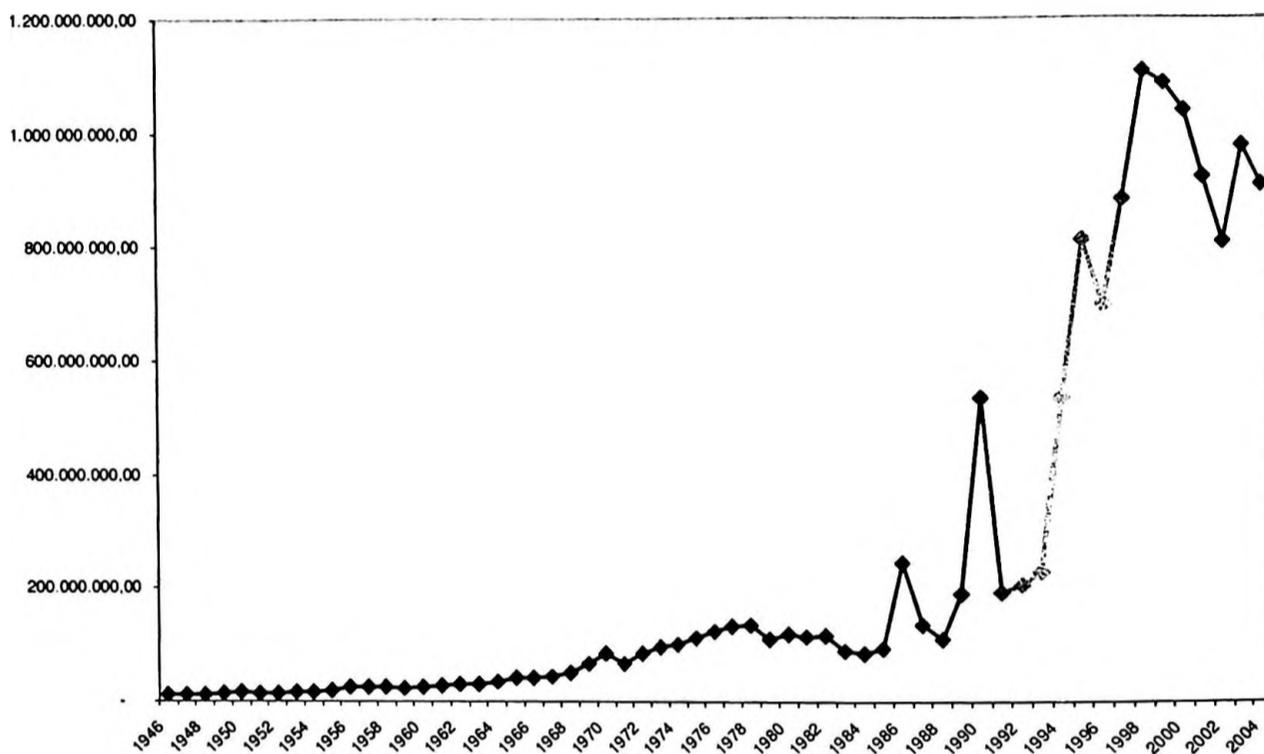
“...o governo implementou um rígido programa de ajuste fiscal, a partir de 1999. Este representou, pela primeira vez em três décadas, a vigência de uma restrição orçamentária efetiva, baseada em metas fiscais rígidas, pondo fim à situação tradicional de falta de maior controle das contas públicas...”.

Finalmente, tal como foi mencionado, o governo Lula em seus dois primeiros anos de mandato deu continuidade à tendência anterior, estabelecendo-se exigentes metas de superávit fiscal primário. Também se pode destacar o envio ao Congresso de nova reforma da Previdência Social, que se concentrou na taxaço dos inativos; aplicação de um redutor para novas pensões; antecipação da idade mínima para aposentadoria integral e definição do mesmo teto de benefícios do INSS para os novos entrantes.

O Gráfico 13 permite visualizar a evolução do gasto público real ao longo do período 1946-2004. Tal como também pode desprender-se da análise anterior, as despesas públicas apresentaram uma tendência claramente ascendente até 1998, ano em que, como foi visto, foi implementado um ajuste fiscal de caráter mais duradouro.

Em termos da sustentabilidade fiscal, o padrão crescente observado para o gasto público na quase totalidade do período republicano, refletindo, principalmente a partir de 1945, uma maior participação do Estado na formação bruta de capital fixo, frente a uma arrecadação tributária insuficiente para equilibrar intertemporalmente as contas públicas, demandou a utilização contínua da senhoriagem como fonte adicional de arrecadação. Contudo, como será visto na próxima subseção, a análise histórica também parece sugerir que os *defaults* da dívida pública interna e externa também desempenharam um importante papel em garantir a sustentabilidade da política fiscal.

**GRÁFICO 13 - EVOLUÇÃO DO GASTO PÚBLICO REAL: 1946-2004**  
(R\$ Milhares de 2004)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE e Secretaria do Tesouro Nacional.

#### 5.2.4. Dívida Pública<sup>50</sup>

A partir da metade da década de 1890, a excessiva monetização do déficit fiscal, e a conseqüente aceleração da inflação, reduziu o valor real dos títulos públicos, de tal forma que praticamente eliminou o mercado interno de dívida pública. Ao mesmo tempo, os mercados internacionais também visualizaram esse menor compromisso com um comportamento “ricardiano”, ficando o governo republicano impossibilitado de emitir títulos de longo prazo no mercado londrino, que passou a aceitar somente papéis de dívida pública brasileira de curto prazo, e a juros bastante mais elevados.

O desequilíbrio fiscal brasileiro continuou a se agravar até comprometer a capacidade de servir os juros da dívida externa, levando a uma renegociação de suas obrigações em 1898, com a obtenção do primeiro *funding loan*. Essa renegociação previa a suspensão das amortizações de todos os empréstimos incluídos no *funding*

<sup>50</sup> Esta subseção está baseada, em sua maior parte, em Abreu (2001).

durante um período de treze anos, quando seria iniciada a amortização que duraria um período de 50 anos.

A partir de então, o Brasil enfrentou, de forma regular, crises fiscais, seguidas de crises no balanço de pagamentos e negociações de *funding loans* em 1914 e 1931. O segundo *funding* teria um capital nominal máximo fixado em 15 milhões de libras esterlinas, um prazo de amortização de 63 anos, iniciando-se o resgate em 1927, taxa de juros de 5% e seria garantido pelas receitas das alfândegas da República.

Por sua vez, o último *funding loan* deu passo a uma longa seqüência de negociações. Em 1937, ao fundar o Estado Novo, Getúlio Vargas declarou a moratória da dívida externa, suspendendo seu pagamento por um período de três anos. Em 1940 foi realizado um novo acordo temporário, o esquema Souza Costa, e, finalmente, em 1943 um acordo permanente renegociou o pagamento dos juros da dívida externa que havia sido contraída até 1931.

Os pagamentos desse último acordo se estenderam até começos da década de oitenta, onde, após a moratória mexicana em 1983, o Brasil novamente enfrentou uma crise no balanço de pagamentos, culminando com a moratória declarada em 1987, em meio à implementação do Plano Cruzado. O segundo longo período de renegociações terminou somente em 1994 com um novo acordo permanente que estabelece pagamentos para os próximos trinta anos.

Com relação à dívida pública interna, a correção monetária introduzida pelo PAEG em 1964 a partir das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) viabilizou o retorno do mercado interno da dívida pública, criando uma alternativa de financiamento não monetário do déficit público. Contudo, ao longo do período 1965-1993 o governo praticou uma permanente subindexação da dívida pública, alterando sistematicamente as regras de indexação, seja a partir da mudança dos índices de preço aplicáveis ao reajuste dos títulos públicos, seja a partir de expurgos de importantes altas de preços dos índices oficiais<sup>51</sup>. Um dos pontos altos dessa subindexação ocorreu em 1990, por ocasião do Plano Collor I, quando a quase totalidade dos títulos públicos

---

<sup>51</sup> Para mais detalhes, ver ANDIMA (1994).

foram bloqueados pelo governo, sendo restituídos a partir de 1991 com uma correção muito abaixo da inflação acumulada efetiva durante o período. Essa estratégia também pode ser considerada uma espécie de *default* implícito da dívida pública, ao reduzir de forma importante as despesas financeiras do governo.

Em termos da sustentabilidade da política fiscal durante o período republicano, a análise anterior parece sugerir que o governo brasileiro, além de valer-se da senhoriagem como fonte de receita adicional para financiar os persistentes déficits públicos, também utilizou o expediente do *default*, seja a partir das duas moratórias ou das diversas renegociações da dívida externa, seja a partir da permanente subindexação da dívida pública.

Nesse sentido, e utilizando o modelo da “Nova Equivalência Ricardiana”, será necessário realizar testes de cointegração entre arrecadação fiscal e gasto público que considerem tanto o efeito da senhoriagem como dos *defaults* da dívida pública.

## 6. Resultados Empíricos

### 6.1. Dados Utilizados

As fontes usadas para obter os dados utilizados nesse trabalho foram bastante variadas, recorrendo-se tanto a séries do IPEADATA como à informação extraída de uma extensa pesquisa bibliográfica. Em algumas oportunidades, inclusive, foi necessário realizar estimações para determinadas séries, devido à carência de informação, principalmente no que se refere ao período do Império.

Assim, as séries de gasto e arrecadação públicos foram obtidas a partir do IPEADATA, IBGE (2004), Ministério da Fazenda e Onody (1960). No caso particular do Império, também se utilizou Castro Carreira (1980) para corrigir, ano após ano, as receitas fiscais, posto que, como foi mencionado, os dados oficiais encontram-se avultados pela prática contábil de adicionar os empréstimos de dívida interna ou externa e as emissões como parte da arrecadação, baixo a rubrica “receitas extraordinárias”.

Os dados referentes à senhoriagem também foram obtidos a partir do IPEADATA, IBGE (1987, 2004) e Buescu (1973), tomando-se como *proxy* a variação real da base monetária. Apesar de que, tal como assinalam Issler e Lima (1998), um aumento da base monetária não necessariamente deve estar associado ao financiamento do déficit público. Isto é particularmente certo para o período do Império e para o período inicial da República, onde as flutuações da quantidade de moeda, sob o regime do padrão-ouro, também podem estar refletindo as entradas e saídas de divisas. Contudo, não há dados disponíveis para M1 e M2 para o período inicial do Império<sup>52</sup>, o que torna virtualmente impossível utilizar o imposto inflacionário como *proxy* da senhoriagem arrecadada.

---

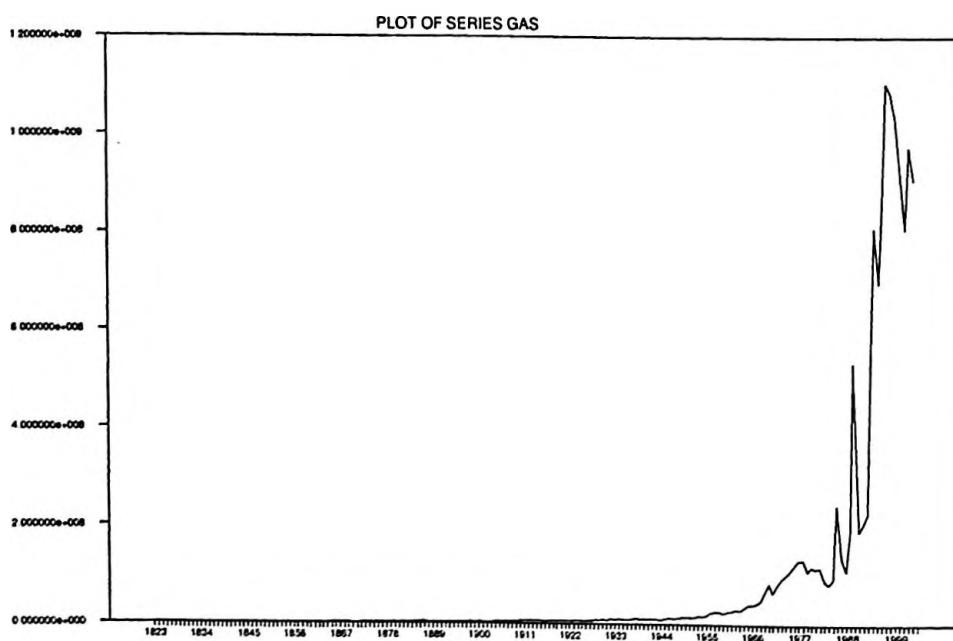
<sup>52</sup> Evidentemente, essas séries poderiam ser aproximadas por algum procedimento econométrico, tal como foi feito no caso de outras séries de interesse no presente trabalho. Não obstante, devido às altas taxas de inflação existentes no Brasil, principalmente nas últimas décadas do século XX, os agregados monetários de maior liquidez apresentam elevada flutuação, o que pode ser problemático, do ponto de vista econométrico. Por esse motivo, decidiu-se manter a variação real da base monetária como *proxy* para a senhoriagem arrecadada.

O índice de inflação que se utilizou para deflacionar os dados anteriores foi o IGP-DI calculado pela Fundação Getúlio Vargas. Não obstante, para todo o período prévio a 1944 até 1823 construiu-se um índice compatível com o anterior, a partir de um “encadeamento para trás”, usando-se a taxa de inflação estimada para esse período por vários autores<sup>53</sup>. O ano-base escolhido foi 2004.

Outro ajuste importante foi a transformação das diversas unidades monetárias em reais, passo prévio à deflação das séries. Para isso, construiu-se um fator de conversão que levasse em conta as cinco reformas monetárias, ocorridas durante o período analisado, que implicaram “cortes de zeros”, respeitando-se a ordem de grandeza das séries em cada momento de mudança de padrão monetário.

De acordo com todo o anterior, construíram-se três séries: gasto público total real (GAS), arrecadação fiscal total real (TRIB) e arrecadação fiscal total real mais senhoriagem (TINFL). Os gráficos 14, 15 e 16 mostram a evolução de cada uma dessas séries:

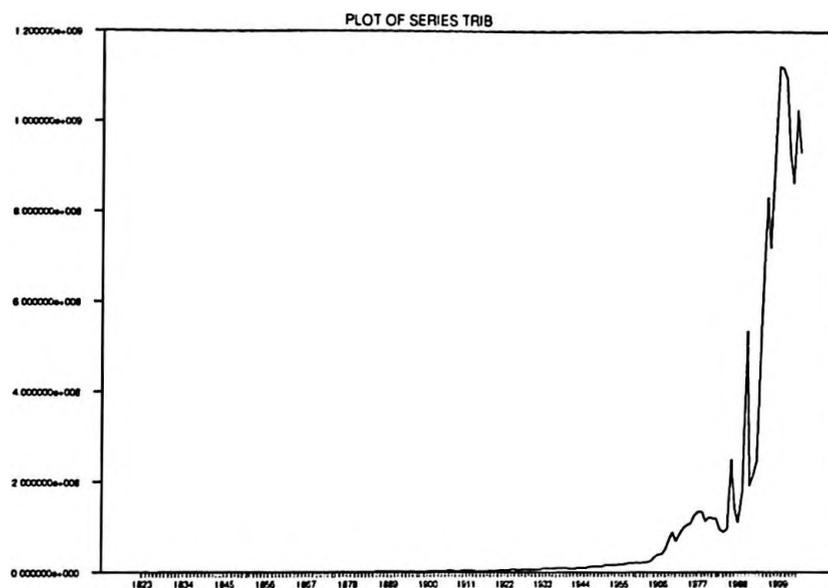
**GRÁFICO 14 - GASTO PÚBLICO TOTAL REAL**  
(Milhares de R\$ de 2004)



Fontes: Onody (1960), Castro Carreira (1980), IPEADATA, IBGE (1987, 2004), Ministério da Fazenda e elaboração do autor.

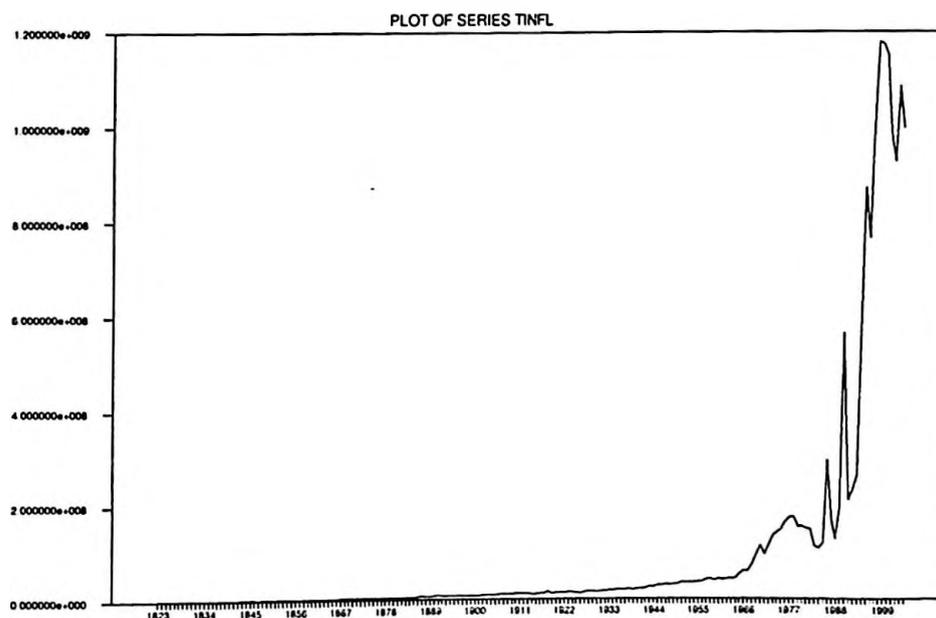
<sup>53</sup> Peláez e Suzigan (1976), Buescu (1973), Goldsmith (1986) e Onody (1960).

**GRÁFICO 15 - ARRECADAÇÃO FISCAL TOTAL REAL  
(Milhares de R\$ de 2004)**



Fontes: Onody (1960), Castro Carreira (1980), IPEADATA, IBGE (2004), Ministério da Fazenda e elaboração do autor.

**GRÁFICO 16 - ARRECADAÇÃO FISCAL TOTAL REAL COM SENHORIAGEM  
(Milhares de R\$ de 2004)**

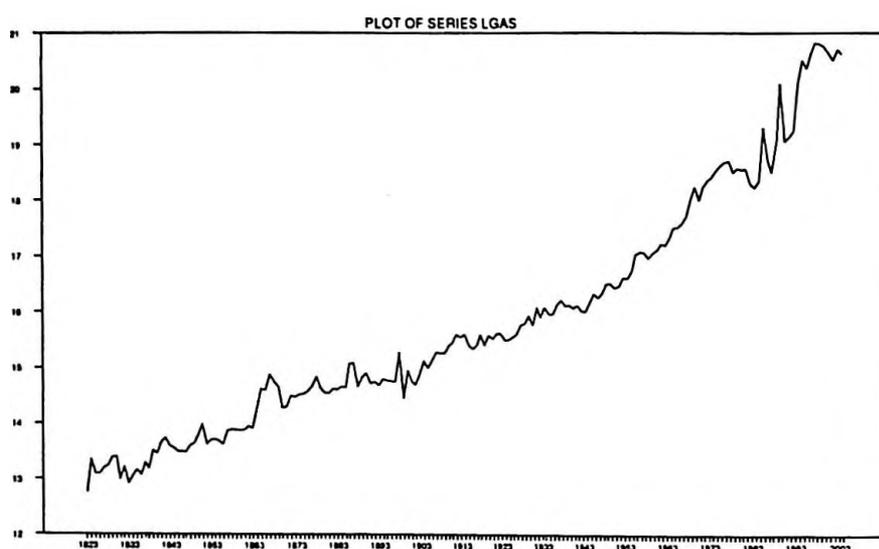


Fontes: Onody (1960), Castro Carreira (1980), Buescu (1973), IPEADATA, IBGE (1987, 2004), Ministério da Fazenda e elaboração do autor.

Como pode ser visualizado, os três gráficos anteriores exibem um comportamento de tipo exponencial, o que pode estar vinculado a problemas de heterocedasticidade, e, portanto, toda a análise de cointegração que será efetuada na próxima subseção utilizará o

logaritmo natural das séries anteriores. Os gráficos 17, 18 e 19 ilustram, respectivamente, o comportamento do logaritmo natural do gasto público total real (LGAS), do logaritmo natural da arrecadação fiscal real (LTRIB) e da arrecadação fiscal real com senhoriagem (LTINFL)<sup>54</sup>. Também foram realizados testes de cointegração para o logaritmo natural das séries anteriores em relação ao PIB<sup>55</sup> e à população<sup>56</sup>.

**GRÁFICO 17 - LOGARITMO NATURAL DO GASTO PÚBLICO TOTAL REAL  
(R\$ de 2004)**

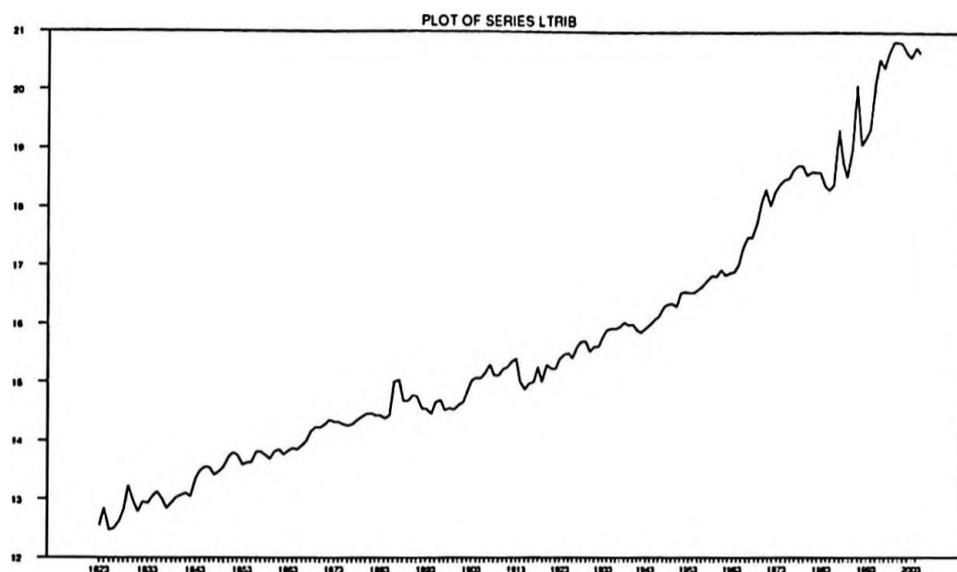


<sup>54</sup> Como a transformação logarítmica é monótona, os resultados do modelo macroeconômico da subseção 2.2 permanecem inalterados, assim como a validade dos testes de cointegração.

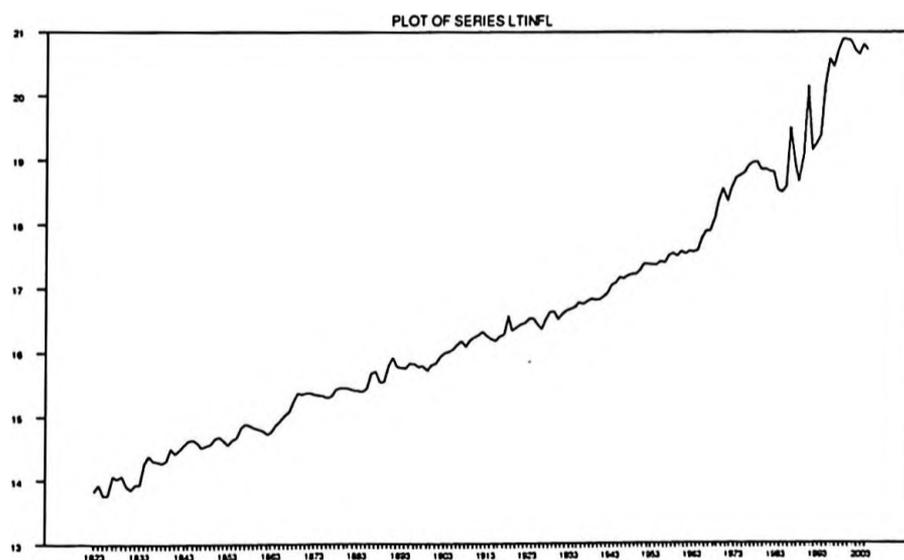
<sup>55</sup> No caso do PIB, as estimativas para a primeira metade do século XIX foram realizadas utilizando o modelo estrutural de Harvey. Para os demais anos do século XIX, foram utilizadas as estimativas de Goldsmith (1986). Para o século XX, a fonte é o IPEADATA.

<sup>56</sup> A população da primeira metade do século XIX foi estimada a partir de interpolações logarítmicas realizadas sobre estimativas do IBGE (1987) para alguns anos. A partir de 1850, a fonte também é o IBGE, com base de dados no endereço eletrônico [www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br) e "Estatísticas do Século XX-estatísticas populacionais, sociais, políticas e culturais.

**GRÁFICO 18 - LOGARITMO NATURAL DA ARRECADAÇÃO FISCAL TOTAL REAL  
(R\$ de 2004)**



**GRÁFICO 19 - LOGARITMO NATURAL DA ARRECADAÇÃO FISCAL TOTAL REAL COM  
SENHORIAGEM - (R\$ de 2004)**



## **6.2. Testes de Cointegração Para o Modelo da Equivalência Ricardiana**

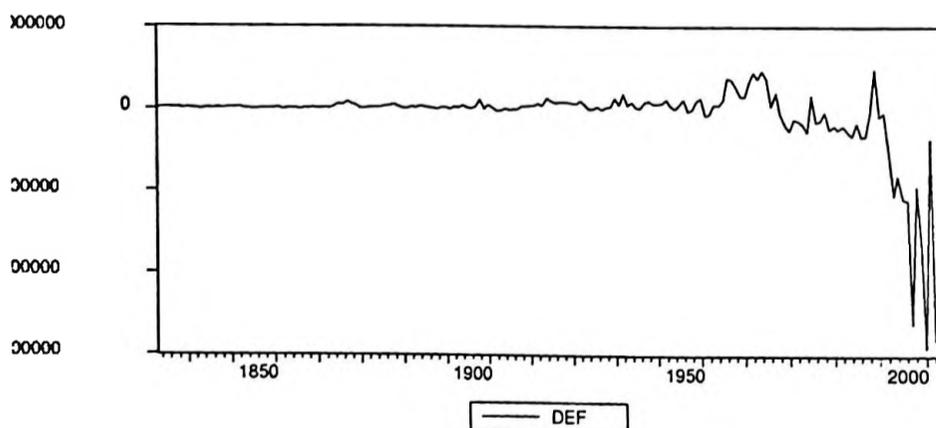
Como foi mencionado anteriormente, os testes de sustentabilidade da política fiscal baseados na cointegração pressupõem que a taxa de juros real aplicável à dívida pública é estacionária. No entanto, não existem dados disponíveis que permitam dispor de uma série de taxa de juros real para todo o longo período considerado nesse trabalho,

sem levar em conta que, como foi visto, o governo brasileiro recorreu em muitas ocasiões ao financiamento externo.

Não obstante, uma alternativa também mencionada anteriormente é testar a estacionariedade do déficit fiscal, como passo prévio para examinar a sustentabilidade da política fiscal a partir dos testes de cointegração entre gasto público total e arrecadação fiscal com ou sem senhoriagem. Desse modo, serão realizados testes de raiz unitária para as séries de déficit total (DEF) e déficit total com senhoriagem (DEFS), geradas a partir da diferença entre as séries de gasto público total real (GAS) e arrecadação fiscal real sem senhoriagem (TRIB) e com senhoriagem (TINFL), respectivamente, durante 1823-2004.

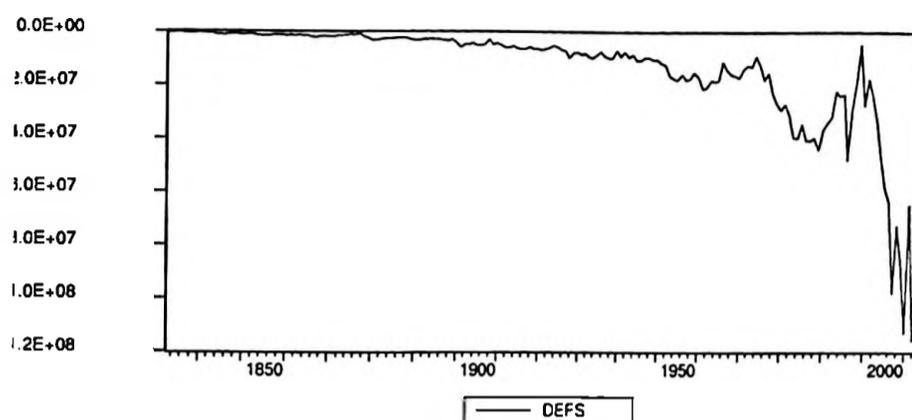
Contudo, ao longo do vasto período coberto pela amostra é provável o surgimento de quebras estruturais, que reduzem o poder dos testes tradicionais de raiz unitária, levando à super-aceitação da hipótese de não estacionariedade das séries. De fato, um exame visual das séries DEF e DEFS, a partir dos Gráficos 20 e 21, permite detectar uma única quebra a partir de 1994, ano de implementação do Plano Real, que, como foi mencionado, produziu um ajuste fiscal que se estende até os dias de hoje, com a geração de elevados superávits fiscais primários.

**GRÁFICO 20 - DÉFICIT TOTAL REAL (DEF): 1823-2004**  
(Milhares de R\$ de 2004)



Fonte: Elaboração própria com base em dados de Onody (1960), Castro Carreira (1980), Buescu (1973), IPEADATA, IBGE (1987, 2004), Ministério da Fazenda.

**GRÁFICO 21 - DÉFICIT TOTAL REAL COM SENHORIAGEM (DEFS): 1823-2004**  
(Milhares de R\$ de 2004)



Fonte: Elaboração própria com base em dados de Onody (1960), Castro Carreira (1980), Buescu (1973), IPEADATA, IBGE (1987, 2004), Ministério da Fazenda.

Como existe evidência prévia, confirmada pela análise histórica realizada, da existência de uma quebra nas séries anteriores, utilizaremos o teste de raiz unitária com uma quebra conhecida desenvolvido por Perron (1989)<sup>57</sup>. Nesse contexto, utilizaram-se os três modelos definidos pelo autor: Modelo A (que assume uma mudança exógena no nível da série – *crash model*), Modelo B (que assume uma mudança exógena na taxa de crescimento da série) e Modelo C (que assume ambas mudanças), de acordo, respectivamente, com as seguintes equações:

$$(15) \quad y_t = \mu + dD(TB)_t + y_{t-1} + e_t$$

$$(16) \quad y_t = \mu_1 + (\mu_2 - \mu_1)dDU_t + y_{t-1} + e_t$$

$$(17) \quad y_t = \mu_1 + dD(TB)_t + y_{t-1} + (\mu_2 - \mu_1)DU_t + e_t,$$

onde:  $D(TB)_t = 1$  se  $t = T_B + 1$ ; 0, caso contrário;

$DU_t = 1$  se  $t > T_B$ ; 0, caso contrário;

$e_t \sim \text{i.i.d. } (0, \sigma^2)$

$T_B = 1994$

Calcularam-se as estatísticas pertinentes para cada um dos três modelos, sob a hipótese nula de raiz unitária, tanto para DEF como para DEFS, contrastando-as com os

<sup>57</sup> Ainda existe bastante controvérsia em relação à utilização de testes de raiz unitária com quebras exógenas, como o que será utilizado no presente trabalho, versus testes que determinam endogenamente as quebras, como o de Zivot e Andrews (1992), entre outros. Contudo, os testes de raiz unitária com quebras endógenas parecem exibir uma tendência a super-dimensionar a quantidade de quebras. Além disso, poder-se-ia argumentar que a utilização de dados históricos relevantes é condizente com um uso racional da informação disponível. Por último, Maddala e Kim (1998, p. 409) chegam à conclusão que, do ponto de vista empírico, a endogenização das quebras não altera de forma importante as conclusões obtidas por Perron (1989).

valores críticos simulados por Perron (1989, p. 1376-1377), para um nível de significância de 5%. Como é comum nos testes de raiz unitária, se a estatística calculada for menor que o valor tabulado, pode-se rejeitar a hipótese nula de raiz unitária, e vice-versa. As Tabelas 9 e 10 resumem os resultados do teste de raiz unitária que assume quebra em 1994, rejeitando-se a hipótese nula de raiz unitária para DEF e DEFS para todos os três modelos considerados.

**TABELA 9 - TESTE DE RAIZ UNITÁRIA COM QUEBRA EM 1994 PARA DEF**

Modelo	Estatística do Teste	Valor Crítico-Perron (5%)
A	-13,00	-3,69
B	-9,90	-3,68
C	-11,63	-3,46

**TABELA 10 - TESTE DE RAIZ UNITÁRIA COM QUEBRA EM 1994 PARA DEFS**

Modelo	Estatística do Teste	Valor Crítico-Perron (5%)
A	-6,17	-3,69
B	-8,00	-3,68
C	-7,86	-3,46

Dada a estacionariedade do déficit fiscal, independentemente de se a senhoriagem é utilizada ou não como fonte adicional de arrecadação, bastará testar a cointegração entre arrecadação fiscal total (com ou sem senhoriagem) e gasto público total para determinar se a política fiscal implementada no Brasil em quase toda sua história como Nação independente foi ou não sustentável.

### **6.2.1. Sustentabilidade Sem Senhoriagem Para a Amostra Completa: 1823-2004**

Inicialmente, será testada a cointegração entre o logaritmo natural do gasto público total (LGAS) e o logaritmo natural da arrecadação fiscal total, sem incluir a senhoriagem (LTRIB) para o período 1823-2004. Como a metodologia empregada pelo

software utilizado é “geral-para-particular”, deve-se começar a análise com uma especificação geral para o modelo VAR irrestrito correspondente. Assim, analisando os correlogramas de LGAS e LTRIB, começamos o procedimento com um modelo contendo quinze defasagens. Além disso, assume-se inicialmente que os termos deterministas do VAR são irrestritos e que o posto de cointegração é igual a 2 (pleno).

De acordo com simulações de Monte Carlo realizadas por Reimers (1993), o critério de informação Hannan-Quinn (HQ) é, em média, o mais preciso para sistemas cointegrados. Desse modo, de acordo com dito critério, escolheu-se um VAR com uma defasagem como o sistema mais adequado para captar as relações dinâmicas entre LGAS e LTRIB.

Por sua vez, para estabelecer as variáveis deterministas do VAR irrestrito utilizou-se o teste da razão de verossimilhança para os coeficientes da tendência determinista, dado o posto de cointegração suposto inicialmente. Os testes apontam para uma especificação com tendência linear nos dados e com constante e tendência linear no vetor de cointegração.

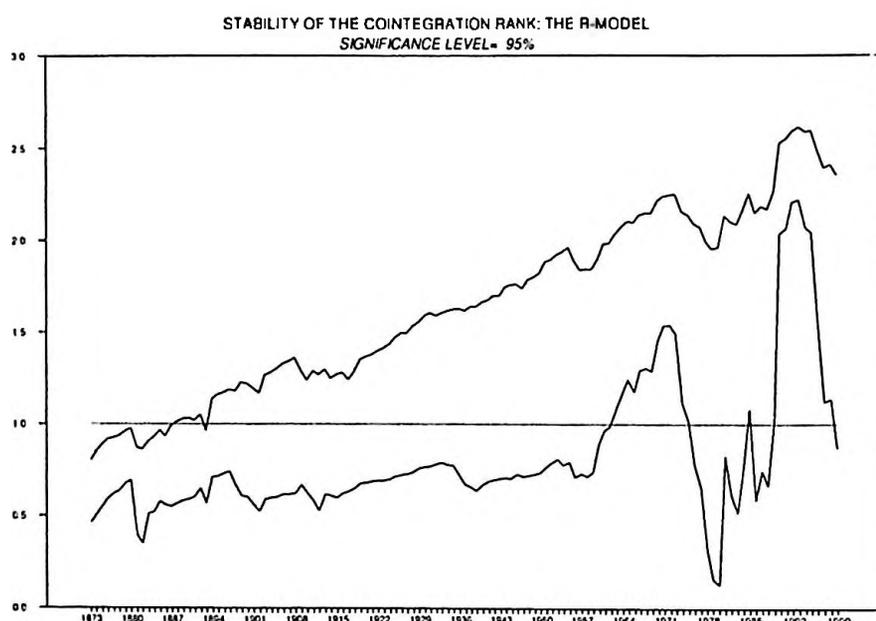
Aplicou-se, então, o teste do traço de Johansen (1991), resultando na não rejeição do posto 1 para a matriz de cointegração, pois a estatística LR (razão de verossimilhança) para a hipótese de  $r = 1$  é 3,28, levemente maior que o valor crítico correspondente para um nível de significância de 5% (3,76). Vale dizer, existe um vetor de cointegração entre o logaritmo do gasto público e da arrecadação fiscal, o que implica que a política fiscal foi sustentável durante esse período.

Não obstante, como mostra o Gráfico 22, o teste da estabilidade do posto de cointegração, de acordo com o Modelo R, revela duas quebras para  $r = 1$ <sup>58</sup>: a primeira durante o período 1962-1975 e a segunda durante o período 1989-1999. Com relação à primeira quebra, esta pode estar refletindo a perda do controle das contas públicas, e a decorrente aceleração inflacionária, que como foi mencionado, ocorreu durante 1962, antes da apresentação do Plano Trienal, e se estendeu no começo da implementação do

<sup>58</sup> Em todos esses testes, a linha negra representa os testes recursivos normalizados de constância de  $r = 0$  e a azul representa o mesmo para  $r = 1$ . A hipótese nula de constância do posto da matriz de cointegração é rejeitada se as linhas anteriores estão acima da linha verde, que representa o valor crítico normalizado.

II PND, com o descontrole monetário no final de 1975. Por sua vez, a segunda quebra poderia estar sendo causada pela expressiva deterioração da situação fiscal ocorrida no fim da “Nova República”, que iria reverter-se de forma plena a partir do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso (1998-2002), período que, como foi visto, foi marcado por um maior esforço fiscal.

**GRÁFICO 22 - TESTE DE ESTABILIDADE DO POSTO DE COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS E LTRIB - MODELO R (Significância de 5%)**



Colocando-se duas dummies dentro do vetor de cointegração, a primeira assumindo valores unitários unicamente para o intervalo 1962-1975 e a segunda somente para o período 1989-1999, realizou-se novamente todo o procedimento de cointegração anterior. Para determinar os valores críticos correspondentes, utilizou-se o software DISCO para o caso específico das dummies anteriores. Os resultados são mostrados na Tabela 11:

**TABELA 11 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB: 1823-2004**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico-DISCO (5%)
$r = 0$	96,81	51,44
$r = 1$	45,64	33,04

Como pode ser visto na Tabela anterior, o teste do traço permite não rejeitar a hipótese de posto pleno para a matriz de cointegração, o que, no caso da sustentabilidade da política fiscal, significa que a política fiscal foi sustentável durante todo esse período.

Também se realizaram dois testes de cointegração adicionais: o primeiro entre o logaritmo natural do gasto público em relação ao PIB (LGASPIB) e o logaritmo natural da arrecadação em relação ao PIB (LTRIBPIB), e o segundo entre o logaritmo natural do gasto público em relação à população (LGASPOP) e o logaritmo natural da arrecadação em relação à população (LTRIBPOP). As Tabelas 12 e 13 mostram que existe um vetor de cointegração para ambos casos, corroborando as conclusões anteriores. Os valores críticos novamente foram calculados com o software DISCO, pois no primeiro caso, o teste de estabilidade do posto de cointegração revelou uma quebra para  $r = 0$  para o período 1894-2004, enquanto que, no segundo caso, revela-se uma quebra para  $r = 0$  durante o intervalo 1897-2004. No primeiro caso, a quebra corresponderia ao início da reação *metalista* aos excessos de Rui Barbosa, que eliminaria para sempre o modelo de vários bancos emissores de moeda inconvertível. Por outro lado, no segundo caso, a quebra poderia estar refletindo a grave crise cambial que, como foi mencionado anteriormente, redundou na negociação do primeiro *funding loan* em 1898, iniciando uma série de *defaults* ou renegociações da dívida pública externa e interna.

Colocou-se, portanto, uma variável dummy dentro do vetor de cointegração para cada uma dessas quebras. Os dois testes da constância do posto de cointegração podem ser visualizados nos Gráficos 23 e 24.

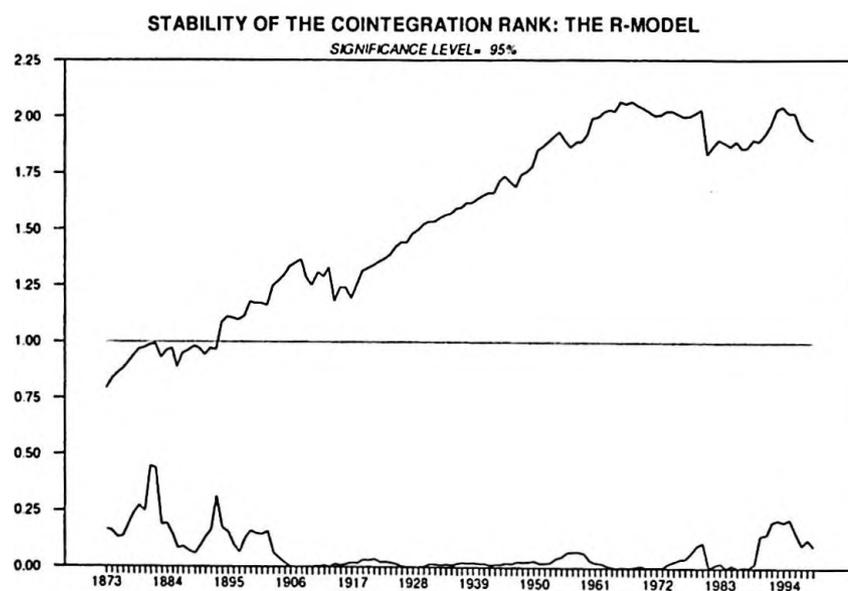
**TABELA 12 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPIB, LTRIBPIB:  
1823-2004**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico-DISCO (5%)
$r = 0$	48,52	31,88
$r = 1$	7,97	18,37

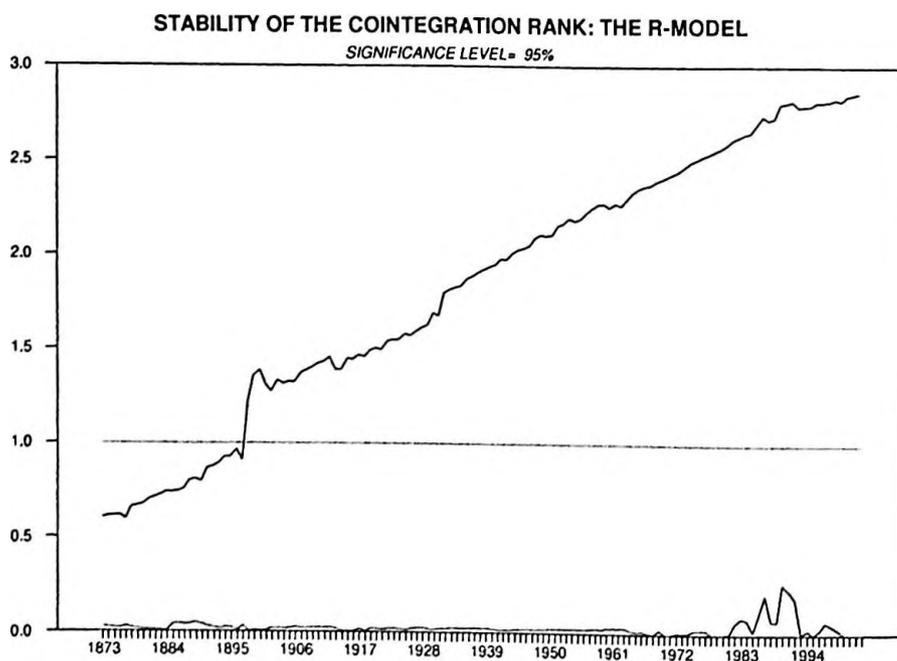
**TABELA 13 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPOP, LTRIBPOP:  
1823-2004**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico- DISCO (5%)
$r = 0$	35,05	31,75
$r = 1$	3,66	18,34

**GRÁFICO 23 - TESTE DE ESTABILIDADE DO POSTO DE COINTEGRAÇÃO ENTRE  
LGASPIB E LTRIBPIB - MODELO R (Significância de 5%)**



**GRÁFICO 24 - TESTE DE ESTABILIDADE DO POSTO DE COINTEGRAÇÃO ENTRE  
LGASPOP E LTRIBPOP-MODELO R (Significância de 5%)**



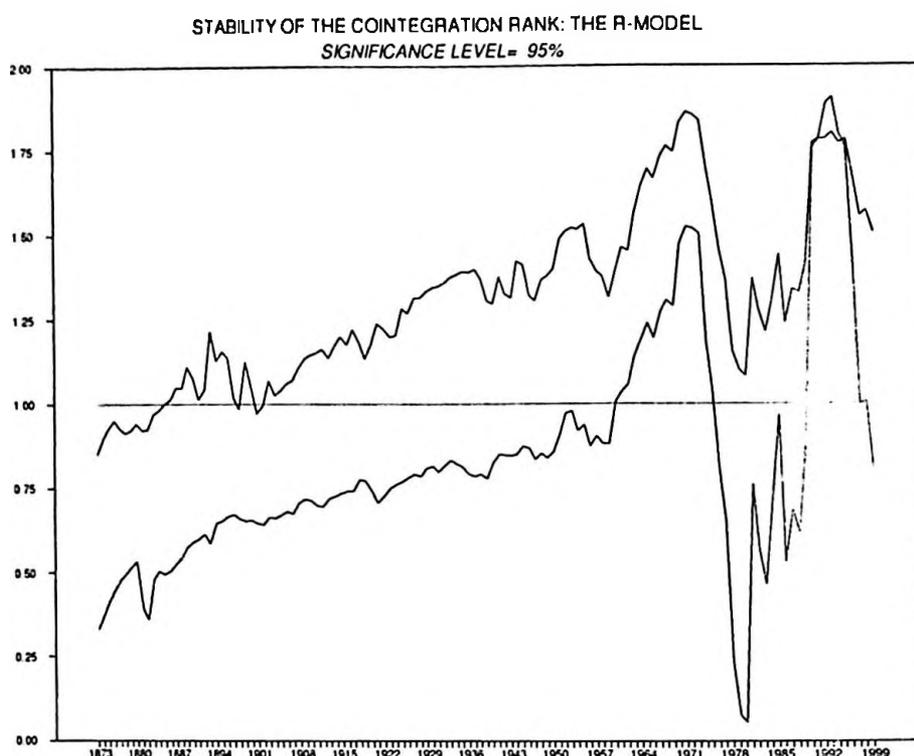
### **6.2.2. Sustentabilidade Com Senhoriagem Para a Amostra Completa : 1823-2004**

Para testar a cointegração entre o logaritmo natural do gasto público (LGAS) e o logaritmo natural da arrecadação com senhoriagem (LTINFL) durante o período 1823-2004, aplicaram-se os mesmos procedimentos anteriores. Desse modo, igualmente iniciou-se a análise com a especificação mais geral possível, assumindo-se, de acordo com a análise dos correlogramas, um modelo VAR irrestrito com 15 defasagens, tendência determinista irrestrita e posto de cointegração igual a 2 (pleno).

Contudo, o teste para número máximo de defasagens, novamente utilizando o critério HQ, recomenda cinco defasagens, enquanto que o teste para a especificação dos termos deterministas leva a optar por um modelo com tendência linear nos dados e com constante e tendência linear no vetor de cointegração.

Os resultados iniciais do teste do traço apontam para a não rejeição do posto nulo da matriz de cointegração. Contudo, como mostra o Gráfico 25, a análise da estabilidade do posto de cointegração revela para  $r = 1$  duas quebras: a primeira durante o período 1960-1976 e a segunda para o intervalo 1989-1998. A primeira quebra refletiria a mudança de estratégia de financiamento de pelo menos parte do déficit público, iniciada no governo JK pela impossibilidade de aceder aos créditos do Eximbank, e mantido pelo governo militar com a criação das ORTNs a partir de 1965, retornando o Brasil a essa forma de financiamento depois do primeiro choque do petróleo, ocorrido em 1974. Para a segunda quebra, a explicação novamente parece dever-se à exacerbação do déficit público no fim da “Nova República”, que foi significativamente reduzido, gerando-se, inclusive, superávit primário a partir do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso.

**GRÁFICO 25 - TESTE DE ESTABILIDADE DO POSTO DE COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS E LTINFL- MODELO R (Significância de 5%)**



Colocando-se duas dummies dentro do vetor de cointegração, que assumem valor unitário somente para os períodos de quebra, efetuou-se novamente todo o procedimento anterior, calculando-se os valores críticos para o teste do traço com o software DISCO. A Tabela 14 permite visualizar que existe um vetor de cointegração, pois o valor da estatística do traço para  $r = 1$  – 28,58 – é menor que o valor crítico ajustado pelas simulações de Monte Carlo – 35,06. Assim, a política fiscal que inclui a senhoriagem como fonte adicional de arrecadação também foi sustentável durante o período 1823-2004.

**TABELA 14 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTINFL: 1823-2004**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico-DISCO (5%)
$r = 0$	90,96	53,79
$r = 1$	28,58	35,06

Novamente, se realizaram dois testes de cointegração adicionais: o primeiro entre o logaritmo natural do gasto público em relação ao PIB (LGASPIB) e o logaritmo natural da arrecadação com senhoriagem em relação ao PIB (LTINFLPIB), e o segundo

entre o logaritmo natural do gasto público em relação à população (LGASPOP) e o logaritmo natural da arrecadação em relação à população (LTINFLPOP). Tal como no caso anterior, as Tabelas 15 e 16 mostram que existe um vetor de cointegração para ambos casos, confirmando a sustentabilidade da política fiscal com senhoriagem. Os valores críticos novamente foram calculados com o software DISCO, pois no primeiro caso, o teste de estabilidade do posto de cointegração revelou uma quebra para  $r = 0$  para o período 1900-1969, enquanto que, no segundo caso, revela-se uma quebra para  $r = 0$  durante o intervalo 1904-2004.

A primeira quebra poderia associar-se ao longo período, iniciado com o primeiro *funding loan*, em que o Brasil, como foi mencionado, enfrentou dificuldades em ter acesso ao mercado de crédito internacional, e terminado a partir dos anos 1968-1973, marcados por contínuo crescimento do investimento externo direto. Por outra parte, a segunda quebra poderia estar relacionada ao início, a partir da gestão de Rodrigues Alves, de uma tendência acentuada, ao longo de praticamente todo o período republicano, a privilegiar os gastos públicos relacionados à formação bruta de capital fixo, inicialmente com o intuito de melhorar a infra-estrutura e, posteriormente com o propósito de dar seguimento à estratégia de substituição de importações.

Colocou-se, então, uma variável dummy dentro do vetor de cointegração para cada uma dessas quebras. Os dois testes da constância do posto de cointegração podem ser visualizados nos Gráficos 26 e 27.

**TABELA 15 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPIB, LTINFLPIB:  
1823-2004**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico-DISCO (5%)
$r = 0$	36,10	30,95
$r = 1$	13,08	17,19

TABELA 16 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPOP, LTINFLPOP:  
1823-2004

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico- DISCO (5%)
$r = 0$	33,67	31,58
$r = 1$	2,80	18,22

De qualquer forma, os resultados obtidos se bem, por um lado, confirmam a maior parte da evidência disponível para o caso brasileiro, ao concluir que a política fiscal é sustentável quando se considera a senhoriagem como fonte adicional de arrecadação, por outro lado apresentam evidência que permite sugerir que a política fiscal que não inclui a senhoriagem foi sustentável durante todo o período 1823-2004.

Não obstante, de acordo com a análise histórica, existe bastante evidência de que o governo tenha seguido um comportamento “ricardiano” durante o período do Império. Por sua vez, também existem indícios de que na era republicana a política fiscal não tenha sido sustentável. Isso se deve a que, por um lado, todos os episódios de *default* ou renegociação da dívida ocorreram durante esse período, e, por outro, de acordo com a evidência empírica disponível para o caso brasileiro, a sustentabilidade somente é alcançada quando a senhoriagem é utilizada como fonte adicional de arrecadação.

Por esse motivo, é interessante separar a longa amostra utilizada no presente trabalho em duas sub-amostras: a primeira cobrindo todo o período do Império (1823-1889) e a segunda a era republicana (1889-2004). A segunda subamostra, por sua vez, também será subdividida em duas: República Velha (1889-1930) e “República Nova” (1930-2004)<sup>59</sup>.

Contudo, como o resultado “novo” é a sustentabilidade da política fiscal com arrecadação que não inclui a senhoriagem, serão realizados testes de cointegração entre o logaritmo natural do gasto público e o logaritmo natural da arrecadação sem senhoriagem.

<sup>59</sup> Do ponto de vista da historiografia tradicional, não obstante, considera-se “República Nova” o período 1930-1945.

### 6.2.3 *Sustentabilidade Sem Senhoriagem Para o Império: 1823-1889*

Repetindo-se todo o procedimento econométrico anterior, optou-se por um VAR irrestrito com duas defasagens, sem tendência linear nos dados e sem constante ou tendência linear no vetor de cointegração. Todavia, o teste de estabilidade do posto de cointegração mostra uma quebra para o período 1870-1889, provavelmente vinculada com o fim da Guerra do Paraguai (1865-1869), que, como foi mencionado anteriormente, provocou expressivo impacto negativo nas finanças públicas do governo. Existem evidências que implicariam que esse impacto tenha durado até o fim do período Imperial, pois, como afirma Castro Carreira [(1889), (1980), p....], as despesas associadas à Guerra do Paraguai representariam 94% da dívida externa total contraída pelo Império.

Desse modo, colocando-se uma dummy dentro do vetor de cointegração, que assume valores unitários somente para o período 1870-1889, e realizando as respectivas simulações de Monte Carlo para determinar os valores críticos, chega-se à conclusão, a partir do teste do traço, de que existe um vetor de cointegração, e, portanto a dívida pública durante o período do Império, confirmando a análise histórica anterior, foi sustentável. A Tabela 17 mostra os valores para o teste do traço anterior.

**TABELA 17 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB: PERÍODO DO IMPÉRIO**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico-DISCO (5%)
$r = 0$	54,18	35,89
$r = 1$	11,35	18,16

#### **6.2.4 *Sustentabilidade Com Senhoriagem Para a República:1889-2004***

Considerando a subamostra que representa a totalidade do período republicano, foram realizados vários testes de cointegração para determinar se a política fiscal que não utiliza a senhoriagem continua mostrando-se sustentável, como parece indicar a análise com a amostra completa.

Primeiramente, foram efetuados testes de cointegração entre LGAS e LTRIB, entre LGASPIB e LTRIBPIB e entre LGASPOP e LTRIBPOP para o período republicano completo. Posteriormente, realizaram-se dois testes de cointegração entre LGAS e LTRIB, subdividindo o período republicano em República Velha (1889-1930) e República Nova (1930-2004).

Todos os testes confirmam as conclusões obtidas no caso da amostra completa, vale dizer, a política fiscal que não inclui a senhoriagem como fonte adicional de arrecadação teria sido sustentável durante a era Republicana, mesmo considerando as quebras. As Tabelas 17 a 21 resumem os resultados obtidos.

Para os testes de cointegração entre LGASPIB e LTRIBPIB para o período republicano completo e entre LGASPIB e LGASTRIB para a “República Nova” foi necessária a inclusão de dummies dentro do vetor de cointegração. Isso é assim, pois, no primeiro caso, existe evidência de instabilidade do posto nulo de cointegração para o período 1929-2004, enquanto que, no segundo, existe evidência de mudança para o posto unitário no intervalo 1964-2004. Com relação à primeira quebra, esta refletiria tanto o início da Grande Depressão como o fim da “República Velha”, período a partir do qual o Brasil reduz progressivamente sua dependência em relação ao exterior, tanto do ponto de vista tributário, como foi visto anteriormente, como do ponto de vista de estrutura produtiva. Por sua vez, a segunda quebra estaria associada à criação de um mercado interno para a dívida pública, a partir da introdução da correção monetária realizada pelo PAEG, possibilitando reduzir, pelo menos potencialmente, o financiamento monetário do déficit público.

**TABELA 18 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB: PERÍODO REPUBLICANO COMPLETO**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico (5%)
$r = 0$	40,83	15,41
$r = 1$	0,20	3,76

**TABELA 19 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPIB, LTRIBPIB: PERÍODO REPUBLICANO COMPLETO**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico-DISCO (5%)
$r = 0$	44,83	32,30
$r = 1$	6,36	18,49

**TABELA 20 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGASPOP, LTRIBPOP: PERÍODO REPUBLICANO COMPLETO**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico (5%)
$r = 0$	41,63	15,41
$r = 1$	0,00	3,76

**TABELA 21 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB: REPÚBLICA VELHA**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico (5%)
$r = 0$	14,93	12,53
$r = 1$	1,26	3,84

**TABELA 22 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB: REPÚBLICA NOVA**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico-DISCO (5%)
$r = 0$	43,11	31,66
$r = 1$	6,57	18,19

Não obstante o anterior, como foi discutido na análise histórica da sustentabilidade, o período republicano foi marcado por dois episódios de *default* e cinco episódios de renegociação da dívida pública externa, além da subindexação da dívida interna. Devido a esse fator, e considerando a hipótese da “Nova Equivalência Ricardiana”, seria interessante verificar se os resultados anteriores são robustos quando existe a possibilidade de seguir essas estratégias, o que será visto na próxima subseção.

### 6.3 Testes de Cointegração Para o Modelo da Nova Equivalência Ricardiana

Para incluir a possibilidade de que o governo alcance a sustentabilidade fiscal a partir do *default* ou da renegociação da dívida, e assumindo que esses episódios possam mudar a trajetória da política fiscal, constituindo-se em outro tipo de mudança estrutural, se realizarão novos testes de cointegração, incluindo dummies para cada um dos períodos de “intolerância à dívida”. Essas dummies assumirão valor um durante toda a etapa de renegociação e zero para os demais anos. As primeiras três dummies serão incluídas dentro do vetor de cointegração, correspondendo aos três primeiros períodos de renegociação da dívida (1898-1911; 1914-1927 e 1931-1943). A última será modelada como uma dummy de intervenção, fora do vetor de cointegração, correspondendo por um lado ao *default* implícito da dívida interna, ocorrido a partir da subindexação da dívida pública durante o período 1965-1993, tal como é estabelecido por Mattos e Rocha (2001). Por outro lado, essa variável dummy também abrangerá o intervalo 1983-1993, que representa o último período de renegociação da dívida pública externa. Desse modo dita variável dummy assumirá valor unitário durante o período 1965-1993, admitindo valor zero para os demais anos da amostra considerada.<sup>60</sup>

Assim, serão realizados novos testes de cointegração entre o logaritmo natural do gasto público (LGAS) e o logaritmo natural da arrecadação com e sem senhoriagem

---

<sup>60</sup> Até certo ponto, poder-se-ia dizer que essa última dummy também poderia ser incluída dentro do vetor de cointegração, pois dentro desse último ciclo de renegociação ocorreu a segunda moratória da história do Brasil, além de representar o maior período de “renegociação”. Contudo, a parcimônia imposta para a inclusão das dummies no software utilizado não permitiu incluir quatro dummies dentro do vetor de cointegração, e por isso é necessário realizar uma escolha com relação a qual dummy deverá ser modelada fora do vetor de cointegração. De qualquer forma, realizaram-se outros testes de cointegração incluindo essa última dummy dentro do vetor de cointegração, e escolhendo-se cada uma das outras dummies como variável de intervenção, sem que os resultados mostrem nenhuma alteração.

(LTRIB e LTINFL), inicialmente para o período republicano completo (1889-2004), e, posteriormente, para o período de normalização da situação de pagamentos externos do governo brasileiro (1944-1982).

No caso da análise de sustentabilidade sem senhoriagem, os resultados encontrados para o período republicano como um todo revertem as conclusões anteriores, posto que, como pode ser visualizado na Tabela 22, o teste do traço permite concluir que não existe vetor de cointegração, pois não se rejeita o posto de cointegração nulo.

Assim, como o déficit total que inclui o pagamento de juros é estacionário, o teste de cointegração indicaria que a política fiscal realizada durante o período republicano como um todo não foi sustentável, quando controlamos os resultados pela inclusão das “dummies de *default*”.

Essa conclusão poderia estar significando que os resultados anteriores estariam “contaminados” pelo efeito dos diversos ciclos de renegociação da dívida pública externa vividos pelo Brasil em sua história republicana. Nesse sentido, a sustentabilidade da política fiscal que não inclui a senhoriagem como fonte de arrecadação poderia ser explicada pelo expediente de, de tempos em tempos, recorrer à alternativa do *default* ou da renegociação da dívida pública.

**TABELA 23 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB COM “DUMMIES DE DEFAULT”: PERÍODO REPUBLICANO COMPLETO**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico-DISCO (5%)
$r = 0$	84,90	89,93
$r = 1$	22,46	63,66

Por sua vez, no caso da sustentabilidade que inclui a senhoriagem como fonte adicional de arrecadação, os resultados encontrados pelo teste de cointegração que utiliza as “dummies de *default*” são similares ao caso da sustentabilidade sem

senhoriagem, tal como mostra a Tabela 23. Desse modo, a inclusão dessas dummies também permitiria reverter as conclusões obtidas para o período republicano como um todo, ao utilizar-se o modelo da Equivalência Ricardiana.

**TABELA 24 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTINFL COM "DUMMIES DE DEFAULT": PERÍODO REPUBLICANO COMPLETO**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico-DISCO (5%)
$r = 0$	73,63	89,93
$r = 1$	22,93	63,66

Esse resultado também é interessante, e permitiria postular que o efeito do *default* ou da renegociação “domina” o efeito da arrecadação via senhoriagem, como forma alternativa de alcançar a sustentabilidade fiscal.

Finalmente, como uma forma adicional de tentar corroborar os resultados anteriores, realizaram-se testes de sustentabilidade fiscal com e sem senhoriagem para o período em que não ocorreu nenhum episódio de *default* ou renegociação da dívida pública externa: 1944-1982.

As Tabelas 24 e 25 mostram os testes do traço e valores críticos para os testes de cointegração entre LGAS e LTRIB e entre LGAS e LTINFL. Não foi incluída explicitamente a possibilidade de *default* implícito da dívida pública interna durante o intervalo 1965-1982, mas testou-se a existência de quebras durante todo o período 1944-1982. No caso da sustentabilidade que não inclui a senhoriagem como fonte adicional de arrecadação não há evidência de quebras, enquanto no caso do teste de cointegração entre LGAS e LTINFL a hipótese de posto unitário apresentou instabilidade justamente durante o intervalo 1967-1982. Nesse caso, então, para “controlar” pelo provável efeito do *default* implícito da dívida interna, colocou-se uma dummy dentro do vetor de cointegração, recorrendo-se novamente ao software DISCO para a simulação dos respectivos valores críticos.

Os resultados confirmam a maior parte das evidências encontradas para o caso brasileiro, que se concentram nesse período de normalização de pagamentos externos, incluindo, no máximo, o último episódio de renegociação iniciado em 1983, que, como foi visto, é o de menor duração relativa. Desse modo, a senhoriagem volta a ser o fator que garante a solvência intertemporal da política fiscal, pois no caso do teste de sustentabilidade sem senhoriagem não existe vetor de cointegração, e no caso do teste com senhoriagem não se rejeita a hipótese nula de um vetor de cointegração<sup>61</sup>.

**TABELA 25 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTRIB PARA PERÍODO SEM DEFAULT OU RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico (5%)
r = 0	9,55	15,41
r = 1	0,61	59,2

**TABELA 26 - TESTE DO TRAÇO PARA COINTEGRAÇÃO ENTRE LGAS, LTINFL PARA PERÍODO SEM DEFAULT OU RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA**

Posto de Cointegração	Estatística do Traço	Valor Crítico - DISCO (5%)
r = 0	15,27	11,89
r = 1	3,74	3,85

<sup>61</sup> O fato da inclusão da "dummy de default interno" dentro do vetor de cointegração não haver modificado os resultados tradicionais de sustentabilidade com senhoriagem não necessariamente indica que a subindexação não possa ter sido utilizada como instrumento adicional para alcançar o equilíbrio orçamentário intertemporal do setor público. Possivelmente, a importância desse expediente deve haver aumentado significativamente à medida em que a inflação se acelerava em meados dos anos 1980, destacando-se também o episódio do seqüestro de liquidez ocorrido durante os dezoito meses iniciais do Plano Collor I.

## 7. Conclusões

Como conclusão, poder-se-ia postular que a política fiscal implementada no Brasil durante praticamente toda a sua história como Nação independente, oscilou entre períodos de autêntica sustentabilidade – como o do Império – e momentos em que a sustentabilidade fiscal foi alcançada a partir do *default* ou renegociação da dívida pública interna e externa – período republicano de 1889 a 1943 e de 1965 a 1993 – ou a partir da arrecadação via senhoriagem – período 1944-1982.

A conclusão anterior permitiria postular que o modelo fiscal mais adequado para analisar a sustentabilidade fiscal no caso brasileiro também dependeria do período considerado. Assim, o modelo da Equivalência Ricardiana seria o mais adequado para os períodos em que a sustentabilidade é alcançada mediante algum tipo de ajuste fiscal ou a partir da utilização da senhoriagem como fonte adicional de arrecadação (Império e período republicano de 1944 a 1982). No caso em que a sustentabilidade é alcançada a partir do expediente do *default* ou da renegociação da dívida, o modelo da “Nova Equivalência Ricardiana” introduzido no presente trabalho pareceria ser o mais adequado, principalmente se a amostra é capaz de conter vários ciclos de negociação e suspensão dos pagamentos da dívida pública interna ou externa.

A possibilidade anterior pode dar passo a um interessante campo de pesquisas, testando a validade da “Nova Equivalência Ricardiana” para outros países que, como no caso do Brasil, pertencem à categoria dos *serial defaulters*. A aplicabilidade desse novo enfoque poderia ser ainda maior no caso de outros países latino-americanos, como a Argentina, por exemplo, que, à diferença de nosso país, começaram sua longa trajetória de *defaults* e renegociações da dívida pública externa praticamente logo após haverem declarado sua independência.

## REFERÊNCIAS

- ABREU, Marcelo de Paiva. Brasil, 1824-1957: Bom ou Mau Pagador? Departamento de Economia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, julho, 2001.
- ABREU, Marcelo de Paiva. Crise, Crescimento e Modernização Autoritária: 1930-1945. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do Progresso – Cem Anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990.
- ARGANDOÑA, Antonio; GÁMEZ, Consuelo; MOCHÓN, Francisco. *Macroeconomía Avanzada I – Modelos Dinámicos y Teoría de la Política Económica*. Madrid: McGraw-Hill, 1996.
- BARRO, Robert. Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*, v. 82, n. 6, november/december, 1974.
- BARTOLINI, L. ; COTTARELLI, C. Government Ponzi Games and Debt Dynamics under Uncertainty. IMF Working Paper, december, 1991.
- BOHN, Henning. The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits. *Quarterly Journal of Economics*, v. 113, n. 3, p. 949-63, august, 1998.
- BOUÇAS, Valentim. *Dívida Externa*. Rio de Janeiro: Ministério da Fazenda, 1955.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. *Crise Econômica e Reforma do Estado no Brasil – Para uma Nova Interpretação da América Latina*. São Paulo: Ed. 34, 1996.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. *Economia Brasileira – Uma Introdução Crítica*. São Paulo: Ed. 34, 1998.
- BUESCU, Mircea. *300 Anos de Inflação*. Rio de Janeiro: APEC, 1973.
- BUESCU, Mircea.. *Evolução Econômica do Brasil*. Rio de Janeiro: APEC, 1974.
- BUESCU, Mircea.. *Brasil: Problemas Econômicos e Experiência Histórica*. Rio de Janeiro: Ed. Forense Universitária, 1985.
- CAMPBELL, J. Y. ; SHILLER, R. J. Cointegration and Tests of Present Value Models. *Journal of Political Economy*, 95, 1987.
- CAMPOS, Roberto. *A Lanterna na Popa: Memórias*. 2ª. Edição. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994.
- CARNEIRO, Dionísio. Crise e Esperança: 1974-1980. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do Progresso – Cem Anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990.

CARNEIRO, Dionísio; MODIANO, Eduardo. Ajuste Externo e Desequilíbrio Interno. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do Progresso – Cem Anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990.

CASTRO CARREIRA, Liberato de. *História Financeira e Orçamentária do Império do Brasil*. Senado Federal. Tomos I e II, 1889, reedição de 1980.

CASTRO, Lavínia. Esperança, Frustração e Aprendizado: a História da Nova República (1985-1989). In: GIAMBIAGGI, F.; VILLELA, A.; BARROS, Lavínia; HERMANN, J. (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2005.

CORRÊA DO LAGO, Luiz Aranha. A Retomada do Crescimento e as Distorções do “Milagre”: 1967-1973. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do Progresso – Cem Anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990.

DAWSON, Frank. *A Primeira Crise da Dívida Latino-Americana – A City de Londres e a Bolha Especulativa de 1822-25*. São Paulo: Ed. 34, 1998.

DEVEZA, G. Política Tributária no Período Imperial. In: BUARQUE DE HOLLANDA, Sérgio (org.). *História Geral da Civilização Brasileira*. Vol. II (1). São Paulo: DIFEL, 2004.

FAORO, Raymundo. *Os Donos do Poder*. Vol. I e II. São Paulo: Ed. Globo, 2000.

FEVE, Patrick; HENIN, Pierre-Yves. Assessing Effective Sustainability of Fiscal Policy within the G-7, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, v.2, n. 62, may, 2000.

FRANCO, Gustavo. Auge e Declínio do Inflacionismo no Brasil. In: GIAMBIAGGI, F.; VILLELA, A.; BARROS, Lavínia; HERMANN, J. (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2005.

FRANCO, Gustavo. *O Plano Real e Outros Ensaio*s. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

FRANCO, Gustavo. *Reforma Monetária e Instabilidade Durante a Transição Republicana*. Rio de Janeiro: BNDES, 1983.

FRANCO, Gustavo. A Década Republicana: o Brasil e a Economia Internacional - 1888/1900. Série PNPE – 24. Rio de Janeiro: IPEA, 1991.

FRANCO, Gustavo. A primeira Década Republicana. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do Progresso – Cem Anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990.

FRIEDMAN, Milton. *A Theory of the Consumption Function*. New Jersey: Princeton University Press, 1957.

FRITSCH, Winston. Apogeu e Crise na Primeira República: 1900-1930. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do Progresso – Cem Anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990.

FURTADO, Celso. *Formação Econômica do Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1974.

GIAMBIAGGI, Fábio. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: os Anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGGI, F.; VILLELA, A.; BARROS, Lavínia; HERMANN, J. (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2005a.

GIAMBIAGGI, Fábio. Rompendo com a Ruptura: O Governo Lula (2003-2004). In: GIAMBIAGGI, F.; VILLELA, A.; BARROS, Lavínia; HERMANN, J. (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2005b.

GIAMBIAGGI, Fábio; ALÉM, Claudia. *Finanças Públicas. Teoria e Prática no Brasil*. São Paulo: Ed. Elsevier, 2000.

GOLDSMITH, Raymond W. *Desenvolvimento Financeiro Sob Um Século de Inflação*. São Paulo: Editora Harper & Row do Brasil, 1986.

HAKKIO, Craig; RUSH, Mark. Is the Budget Deficit Too Large? *Economic Inquire*, v. 29, n. 3, p. 429-45, july, 1991.

HAMILTON, James; FLAVIN, Marjorie. On the Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing. *American Economic Review*, v. 76, n. 4, p. 808-19, september, 1996.

HANSEN, Bruce E. Tests for Parameter Instability in Regressions with I(1) Processes. *Journal of Business & Economics Statistics*, v. 9, n. 1, p. 97-101, january, 1991.

HANSEN, Henrik; JOHANSEN, Soren. Some Tests for Parameter Constancy in Cointegrated VAR-Models. *Econometrics Journal*, v. 2, p. 306-333, 1999.

HAUG, Alfred. Cointegration and Government Borrowing Constraints: Evidence for the United States. *Journal of Business & Economic Statistics*, v. 9, n. 1, p. 97-101, january, 1991.

HERMANN, Jennifer. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: O II PND e a Crise da Dívida Externa (1974-1984). In: GIAMBIAGGI, F.; VILLELA, A.; BARROS, Lavínia; HERMANN, J. (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2005.

HERMANN, Jennifer. Reformas, Endividamento Externo e o “Milagre” Econômico (1964-1973). In: GIAMBIAGGI, F.; VILLELA, A.; BARROS, Lavínia; HERMANN, J. (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2005a.

IBGE. *Estatísticas do Século XX*. Rio de Janeiro, 2004.

IBGE. *Estatísticas Históricas do Brasil. Séries Econômicas, Demográficas e Sociais de 1550 a 1985. Séries Estatísticas Retrospectivas*, v. 3. Rio de Janeiro, 1987.

ISSLER, João Vitor; LIMA, Luiz Renato. Public Debt Sustainability and Endogenous Seigniorage in Brazil: Time-Series Evidence from 1947-92. *Ensaio Econômicos da EPGE*, Fundação Getúlio Vargas, n. 306, dezembro, 1998.

JOHANSEN, Soren. Estimation and Hypothesis Testing of Cointegrated Vectors in Gaussian Vector Autoregressions. *Econometrica*, v. 59, p. 1551-80, November, 1991.

JOHANSEN, Soren; MOSCONI, Rocco; NIELSEN, Bent. Cointegration Analysis in the Presence of Structural Breaks in the Deterministic Trend. *Econometrics Journal*, v. 3, p. 216-249, 2000.

JOHANSEN, Soren; NIELSEN, Bent. Manual for the Simulation Program DISCO. Institute of Mathematical Statistics. *University of Copenhagen*, June, 1993.

KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres: Macmillan, 1936.

KREMERS, Jeroen. Long-Run Limits on the US Federal Debt. *Economics Letters*, n. 28, p. 259-62, 1988.

LARA RESENDE, André. Estabilização e Reforma: 1964-1967. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do Progresso – Cem Anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990.

LEACHMAN, Lori; BESTER, Alan; ROSAS, Guillermo; LANGE, Peter. Multicointegration, Sustainability of Fiscal Practices and the Role of Fiscal Institutions. Duke University, 2001.

LIMA, Heitor. *Formação Industrial do Brasil*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

LIMA, Luis Renato; SIMONASSI, Andrei. Dinâmica Não Linear e Sustentabilidade da Dívida Pública Brasileira. *Ensaio Econômicos EPGE*, n. 587, abril, 2005.

LUCAS, Robert. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? *American Economic Review*, v. 80, n. 2, p. 92-96, 1990.

LUPORINI, Viviane. Sustainability of the Brazilian Fiscal Policy and Central Bank Independence. *Revista Brasileira de Economia*, v.54, n. 2, p. 201-26, 2000.

LUPORINI, Viviane. The Behaviour of the Brazilian Fiscal Federal Domestic Debt. *Texto Para Discussão*, n. 161, CEDEPLAR/FACE/UFMG, 2001.

MADDALA, G. S.; KIM, I. M. *Unit Roots, Cointegration and Structural Change*. Cambridge University Press, Cambridge, 1998.

- MARTIN, Gael. US Deficit Sustainability: A New Approach Based on Multiple Endogenous Breaks. *Journal of Applied Econometrics*. v. 15, n. 1, p. 83-105, march, 2000.
- MATTOS, Enlison; ROCHA, Fabiana. Correção Monetária e o Equilíbrio do Orçamento. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 31, n. 2, IPEA, agosto, 2001.
- MODIANO, Eduardo. A Ópera dos Três Cruzados: 1985-1989. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do Progresso – Cem Anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990.
- MODIGLIANI, Franco; Ando, A. The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Test. *American Economic Review*, 1963.
- MOSCONI, Rocco. *MALCOLM: The Theory of Practice of Cointegration Analysis in RATS*. Venice. Ca Foscara, 1998.
- NIELSEN, Heino. Cointegration Analysis in the Presence of Outliers. *Econometrics Journal*, vol. 7, p. 249-271, april, 2004.
- O'DRISCOLL, Gerald. The Ricardian Nonequivalence Theorem. *Journal of Political Economy*, vol. 85, n. 1, 1977.
- ONODY, Oliver. *A Inflação Brasileira (1820 – 1958)*. Rio de Janeiro. s.e. 1960.
- PASTORE, Affonso Celso. A Reforma Monetária do Plano Collor. In: DE FARO, Clóvis (org.). *O Plano Collor – Avaliação e Perspectiva*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Editora, 1990.
- PASTORE, Affonso Celso. Déficit Público e a Sustentabilidade do Crescimento das Dívidas Interna e Externa, Senhoriagem e Inflação: Uma Análise do Regime Monetário Brasileiro. *Revista de Econometria*, v. 14, n. 2, p. 177-234, março, 1995.
- PASTORE, Affonso Celso; PINOTTI, M. Cristina. O PAEG 40 Anos Depois: As Lições. Seminário “Quarenta Anos do PAEG e Dez Anos do Real”. FGV-SP, 2005.
- PELÁEZ, Carlos M; SUZIGAN, Wilson. *História Monetária do Brasil: Análise da Política, Comportamento e Instituições Monetárias*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1976.
- PEREIRA, Lia Alt; PEREIRA, Lia Valls. O Setor Público Brasileiro – 1890/1945. *Texto Para Discussão* n. 845. Rio de Janeiro: IPEA, novembro, 2001.
- PERRON, Pierre. The Great Crash, the Oil Price Shock and the Unit Root Hypothesis. *Econometrica*, v. 57, n. 6, p. 1361-1401, November, 1989.
- PINHO NETO, Demosthenes. A Estratégia Brasileira em Perspectiva Internacional. In: *O BNDE e o Plano de Metas*. Rio de Janeiro: BNDES, Departamento de Relações Institucionais, junho, 1996.

PINHO NETO, Demosthenes. O Interregno Café Filho: 1954-1955. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do Progresso – Cem Anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990.

PRADO JÚNIOR, Caio. *História Econômica do Brasil*. São Paulo: Ed. Brasiliense, 1977.

QUINTOS, Carmela E. Sustainability of the Deficit Process with Structural Shifts. *Journal of Business & Economic Statistics*, v. 13, n.4, p. 409-417, October, 1995.

RANKIN, Neil; ROFFIA, Barbara. Maximum Sustainable Government Debt in the Overlapping Generations Model. *The Manchester School*, v. 71, n. 3, p. 217, June, 2003.

REIMERS, H. –E. Lag Order Determination in Cointegrated VAR Systems with Application to Small German Macro-Models. *Working Paper ESEM*, August, 1993.

REINHART, Carmen; ROGOFF, Kenneth. Serial Default and the “Paradox” of Rich to Poor Capital Flows. *Working Paper 10296*. NBER, February, 2004.

REINHART, Carmen; ROGOFF, Kenneth; Savastano, Miguel. Debt Intolerance. *Working Paper 9908*. NBER, August, 2003.

ROCHA, Fabiana. Long-Run Limits on the Brazilian Government Debt. *Revista Brasileira de Economia*, v. 51, n. 4, p. 447-470, October/December, 1997.

ROMER, David. *Advanced Macroeconomics*. Second Edition. New York: McGraw-Hill, 2001.

ROSSI, José W. A Solvência da Dívida: Testes Para o Brasil. *Texto Para Discussão*, n. 493. Rio de Janeiro. IPEA, July, 1997.

RUIZ DE GAMBOA, Ulisses; SILVA, Roseli da. Nova Evidência Sobre a Sustentabilidade da Política Fiscal Brasileira: Cointegração, Quebras Estruturais e Senhoriagem. *Seminários BACEN-USP de Economia Monetária e Bancária*. IPE/USP, April, 2004.

SARETTA, Fausto. O Governo Dutra na Transição Capitalista do Brasil. In: SZMRECSÁNYI, Tamás; SUZIGAN, Wilson (orgs.). *História Econômica do Brasil Contemporâneo*. São Paulo: Edusp, 1996.

SERRA, José. Ciclos e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira do Pós-Guerra. In: BELUZZO, Luiz G.; COUTINHO, Renata (orgs.). *Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaio sobre a Crise*. São Paulo: Brasiliense, 1982.

SIMONSEN, Mário Henrique. *Inflação: Gradualismo versus Tratamento de Choque*. Rio de Janeiro: APEC, 1970.

SIMONSEN, Mário Henrique; CAMPOS, Roberto. *A nova Economia Brasileira*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974.

SUMMERHILL, William. *Inglorious Revolution: Sovereign Debt, Tropical Credibility and Financial Underdevelopment in Imperial Brazil*. Department of History. UCLA, 2003.

TANNER, Evans; RAMOS, Alberto. Fiscal Sustainability and Monetary versus Fiscal Dominance: Evidence from Brazil 1991-2000. *IMF Working Paper*, n. 02/05, 2002.

TREHAN Bharat; WALSH, Carl. Testing Intertemporal Budget Constraint: Theory and Applications to U.S. Federal Budget and Current Account Deficits. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 23, n. 2, p. 206-23, may, 1991.

VILLELA, André. Dos “Anos Dourados” de JK à Crise não Resolvida (1956-1963). In: GIAMBIAGGI, F.; VILLELA, A.; BARROS, Lavínia; HERMANN, J. (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2005.

VILLELA, Anníbal; SUZIGAN, Wilson. *Política do Governo e Crescimento da Economia Brasileira – 1889-1945*. Brasília: IPEA. 3a. Edição, 2001.

WILCOX, David. The Sustainability of Government Deficits: Implications of the Present-Value Borrowing Constraint. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 21, n. 3, p. 291-306, august, 1989.

ZIVOT, Eric; Andrews, Donald. Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and the Unit-Root Hypothesis. *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 10, n. 3, pp. 251-270, july, 1992.