

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MARCO TÚLIO BEZERRA CUSTÓDIO

**DOMINÂNCIA FISCAL OU MONETÁRIA? UMA ANÁLISE NO BRASIL PARA O
PERÍODO 2003-2016**

UBERÂNDIA – MG

2019

MARCO TÚLIO BEZERRA CUSTÓDIO

**DOMINÂNCIA FISCAL OU MONETÁRIA? UMA ANÁLISE NO BRASIL PARA O
PERÍODO 2003-2016**

Trabalho apresentado no Instituto de Economia e
Relações Internacionais da Universidade Federal de
Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do
título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Dra. Thaís Guimarães Alves

Uberlândia-MG

2019

RESUMO

O objetivo do trabalho é analisar se, no Brasil, houve dominância fiscal ou dominância monetária durante os anos de 2003 a 2016. É feita uma revisão teórica, que explicita as principais teorias que estudam as dominâncias fiscal e monetária. A dominância monetária implica em um *superávit* que mantenha constante a relação dívida/PIB, enquanto que na ocorrência de dominância fiscal a autoridade fiscal ativa não tem uma preocupação com a estabilização da relação Dívida Líquida do Setor Público/PIB. Afim de sinalizar quais dos regimes “se encontra” a economia brasileira no período 2003-2016, fez-se o uso da estatística descritiva. As lições aqui realizadas indicam que, embora haja uma relativa estabilidade da relação DLSP/PIB até o ano de 2014 na economia brasileira, o montante da dívida aliado aos riscos da economia brasileira ainda pode ser considerado significativo, ou seja, existem evidências de que as variáveis fiscais têm efeitos nas decisões da autoridade monetária. Além do mais, com o agravamento da crise brasileira pós 2014, é perceptível o “afrouxamento” da política fiscal, o que culminou com o descontrole e o conseqüente aumento da dívida brasileira. Dito isto, os dados nos levam a entender que o país esteja passando por regime de dominância fiscal.

1. Introdução

O objetivo do trabalho é analisar se, no Brasil, houve um regime de dominância fiscal ou de dominância monetária durante os anos de 2003 a 2016. Parte-se da compreensão de que há inúmeros trabalhos teóricos e/ou empíricos que avaliam esse tema para diferentes períodos no tempo (como será abordado na próxima seção). Dito isto, este trabalho irá realizar uma breve análise teórica e estatística sobre o tema e comparar os principais resultados obtidos pelos autores. Porém, cabe ressaltar que, por se tratar de um trabalho de conclusão de curso, não é o objetivo deste estudo utilizar modelos econométricos, embora se tenha o entendimento que para uma avaliação mais profunda e minuciosa, se faz necessário o uso destes para apontar a situação do real quadro brasileiro no período 2003-2016.

Segundo Sargent e Wallace (1981, pág. 2), dominância fiscal é o regime no qual “[...] a autoridade fiscal pode definir sua atuação independentemente do seu orçamento, anunciando todos os possíveis déficits e superávits e, portanto, o montante das receitas deve ser levantado através da senhoriagem e títulos públicos.” Em outras palavras, é um regime em que a política fiscal é realizada sem a devida preocupação com a estabilização da relação Dívida Líquida do Setor Público/Produto Interno Bruto (DLSP/PIB).

Já dominância monetária é o regime no qual a autoridade monetária dita o orçamento que será oferecido para a autoridade fiscal via senhoriagem, seja para o presente seja para

períodos subsequentes. Ou seja, a autoridade fiscal assume um papel passivo e com os seus gastos restringidos pela função de demanda por títulos, sendo necessário gerar *superávits* primários compatíveis com a estabilização da relação DLPS/PIB, de um forma que a autoridade monetária ativa não é forçada a monetizar a dívida pública, e sim manter sob controle o nível geral de preços.

O tema dominância fiscal ou monetária é de extrema importância para o entendimento do funcionamento das políticas econômicas adotadas pelos governos e de sua eficácia, pois, embora a política fiscal seja menos analisada, em geral, do que a política monetária, a coordenação entre elas é essencial, já que o risco de solvência da dívida – que aumenta os prêmios de risco – e a possibilidade de monetização futura da mesma – que eleva a expectativa de inflação futura – são os dois fatores que tiram a eficácia da política monetária. As duas políticas se relacionam diretamente, e, caso haja um descompasso entre elas, haveriam consequências desastrosas para a economia, como inflação e desemprego. Alguns trabalhos já se propuseram a estudar o tema, principalmente no período pós plano Real até o governo Lula, porém, devido a ocorrência de alguns acontecimentos recentes, como um possível afrouxamento das políticas de controle fiscais e um descompasso entre ambas as políticas, se faz necessário uma atualização do tema para o período recente.

Outro ponto importante para estudar o tema no Brasil é que não existe um consenso sobre dominância monetária ou fiscal para o Brasil no período recente. Por exemplo, alguns trabalhos sugerem que durante o governo Dilma (2010-2016), que para muitos representam o ápice do descontrole fiscal, a autoridade fiscal vigente buscou sim adequar seu resultado primário, seja para estabilizar a relação Dívida Líquida do Setor Público/Produto Interno Bruto (DLSP/PIB), seja para reduzi-la, contrariando o senso comum. Posto isto, a questão a ser analisada é se houve a ocorrência, durante os anos de 2003 a 2016, no Brasil, um regime de dominância fiscal ou de dominância monetária. Nestes termos, o que se percebe é que, os diferentes modelos utilizados em cada análise impactam diretamente nos resultados obtidos, ou seja, se determinado autor utiliza um modelo VEC e um outro autor utiliza um modelo VAR para o mesmo período, não necessariamente obterão o mesmo resultado.

O presente artigo está estruturado em 2 seções, além desta introdução, das considerações finais e das referências bibliográficas. Na primeira seção será apresentado o referencial teórico e empírico de vários trabalhos que tratam a temática para o Brasil. Já na segunda seção, será feita uma abordagem predominantemente descritiva para o período 2003-2016 com o objetivo

de analisar as variáveis relevantes ao tema e chegar a uma conclusão, de qual regime se encontra a economia brasileira.

1. DOMINÂNCIA FISCAL E MONETÁRIA: UMA ANÁLISE NO BRASIL PARA O PERÍODO 2003-2016.

A discussão de dominância fiscal ou monetária, como aponta Ferreira (2015), acaba recaindo também para o tema de regime de metas de inflação como estabilizador econômico, adotadas desde 1999 pelo então presidente do Banco Central, Armínio Fraga. Neste regime, o governo se utiliza da taxa básica de juros como principal instrumento de política monetária, já que a lógica deste regime, é que a taxa de juros seja flutuante, com o intuito de garantir uma taxa de inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional, o Copom.

Além do mais, como ressalta Aguiar (2007), o governo passou ainda a se comprometer com uma meta de superávit primário, afim de garantir a sustentabilidade da dívida pública, afim de garantir condições para reduzir as históricas altas taxas de juros no país. Sendo assim, um maior comprometimento com metas monetárias, seja elas quais forem, criam um cenário econômico melhor, trazendo maior previsibilidade aos agentes econômicos quanto aos níveis de preços.

Porém, o que se nota, é que mesmo alcançado determinados objetivos, o governo continua apresentando dificuldades de manter a inflação dentro da meta. Não foi difícil observar neste período analisado, um aumento da taxa de juros seguido de aceleração inflacionária, que era remediada com um novo aumento da taxa de juros. E dentro dessa discussão, abre-se espaço para o debate da teoria de dominância fiscal, a qual aponta a condução da política fiscal para esta anomalia.

Blanchard (2004) e Fávero e Giavazzi (2004) vão dizer que tal situação ocorre devido a uma má condução da política fiscal, onde, devido a um descontrole dos gastos do governo, uma alta parcela da dívida indexada em moeda estrangeira e um ambiente de alta aversão ao risco por parte dos investidores internacionais, um aumento da taxa básica de juros pode ser interpretado pelos agentes como uma probabilidade de *default* do governo, o que ocasionaria uma fuga de capitais, uma conseqüente depreciação cambial e um aumento da inflação, gerando assim, um efeito contrário ao esperado de um aumento da política monetária.

“A disciplina fiscal, ou a falta dela, bem como a dinâmica da dívida pública, tornam-se importantes ao regime de metas de inflação e para a condução da política monetária. Uma política monetária rígida, associada à alta dos juros reais, acarreta um aumento do serviço da dívida, devido, justamente, a falta de disciplina fiscal.” (Ferreira, 2015, página 13)

A origem da discussão sobre a coordenação de políticas tem como origem a distinção entre os regimes ricardianos e não ricardianos. A equivalência Ricardiana assume a neutralidade do déficit público, pois um aumento da dívida pública será irrelevante, já que a redução da carga tributária significa o aumento de impostos em um período posterior. Ou seja, no futuro, a poupança dos agentes servirá de fonte de aumento da carga tributária. (Ferreira, 2015)

Sendo assim, em um regime ricardiano, que embasa a tradição monetarista, uma prescrição de política monetária independente é condição necessária e suficiente para a garantia de baixa inflação. Nesse sentido, um banco central independente deverá compelir a autoridade fiscal a adotar uma política fiscal correta e responsável, com pouco intervencionismo e menor discricionariedade possível. (Ferreira, 2015)

Dito isto, Sargent e Wallace (1981) publicaram o marco inicial a tratar o tema de dominância fiscal. Basicamente, a análise dos autores está em avaliar os efeitos negativos da política fiscal sobre a política monetária em um contexto de dominância fiscal. Nesse contexto, quando este efeito ocorre, a política monetária se torna ineficaz, e, portanto, a autoridade monetária torna-se incapacitada para realizar suas políticas de controle de inflação.

Em suma, é um regime em que a política fiscal é realizada sem a devida preocupação com a estabilização da relação Dívida Líquida do Setor Público/Produto Interno Bruto (DLSP/PIB). Destaca-se que ambos os processos, tanto senhoriagem quanto emissão de títulos públicos, possuem um viés inflacionário, seja no curto ou no longo prazo.

Quando se trata de dominância fiscal, ou seja, quando a política fiscal sobressai a política monetária, e a autoridade monetária opta por cobrir tais déficits orçamentários via senhoriagem, ela o faz através da expansão de base monetária, o que pode acabar acarretando em um processo de elevação do nível de preços. Já quando ela decide cobrir tais déficits orçamentários via venda de títulos públicos, ela deve ter consciência de que o uso de tal ferramenta apresenta um limite dado pelo tamanho da economia, ou seja, não se pode fazer o uso deste instrumento de forma infinita e indiscriminada.

Sendo assim, ao alcançar este limite, a autoridade monetária é coagida a expandir a base monetária da economia, afim de suprir tal necessidade de financiamento da autoridade fiscal, o que também resulta em um aumento inflacionário, podendo se manifestar no curtíssimo prazo ou mesmo em um momento futuro. Portanto, esta é uma medida que contém um potencial inflacionário, configurando o que Sargent e Wallace (1981) denominaram de “desagradável aritmética”.

Outro importante conceito apresentado pelos autores é o de dominância monetária, que é a situação em que a autoridade monetária dita a quantidade de receita que será ofertada pela autoridade fiscal a partir de senhoriagem para o período presente e para os períodos subsequentes.

Neste caso, temos uma autoridade fiscal passiva e que tem os seus gastos restringidos pela função de demanda por títulos, sendo necessário gerar *superávits* primários compatíveis com a estabilização da relação Dívida Líquida do Setor Público/Produto Interno Bruto (DLSP/PIB), de modo que a autoridade monetária ativa não é forçada a monetizar a dívida pública, podendo assim, manter sob controle o nível geral da preços (Souza e Dias, 2016 apud Sargent e Wallace, 1981).

A contraponto desta visão monetarista tem-se a Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP) que procura estabelecer políticas monetárias e fiscais ótimas. Para os autores dessa vertente, uma boa prescrição de política monetária não é uma condição suficiente para a garantia de baixa inflação, a menos que medidas adicionais sejam levadas em conta para restringir a liberdade da autoridade fiscal. Nesse contexto, torna-se imprescindível a coordenação entre as políticas monetária e fiscal. (Ferreira, 2015)

Leeper (1991) define várias situações em que a política monetária pode ser considerada ativa ou passiva, dependendo da capacidade de respostas a choques da dívida pública, ao se analisar a coordenação entre as políticas monetárias e fiscais. Em uma política monetária ativa, a autoridade monetária não leva em consideração os choques fiscais, já que se tem um regime fiscal ricardiano. (Leeper, 1991, apud Ferreira, 2015)

Ou seja, tem-se uma política monetária eficaz em seus objetivos de controlar o nível de preço, uma vez que a autoridade fiscal trabalha com condições de financiar seus gastos via receitas tributárias. Essa situação seria ideal para se implementar um regime monetário do tipo metas de inflação. O caso oposto seria de uma política fiscal ativa (não ricardiana), e uma

política monetária passiva, onde essa perderia o controle sobre a inflação. (Leeper, 1991, apud Ferreira, 2015)

Leeper (1991) ainda argumenta que a distinção entre uma política ativa ou passiva é o fato da política ativa não se preocupar somente com o comportamento das variáveis passadas ou correntes, mas também com o comportamento futuro destas variáveis. Sendo assim, uma política fiscal ativa não deveria ser determinada pelo comportamento corrente da variável, mas sim pelo comportamento passado e futuro dela. (Leeper, 1991, apud Ferreira, 2015)

Por fim, segundo o autor, caso exista uma autoridade passiva, seja ela fiscal ou monetária, tal autoridade atuará de forma a obedecer às ações da outra autoridade ativa. Sendo assim, caso a autoridade fiscal seja passiva, a regra de decisão da autoridade fiscal dependerá da volatilidade da dívida pública. (Leeper, 1991, apud Ferreira, 2015)

Blanchard (2004) analisa em seu trabalho como a trajetória de variáveis fiscais podem afetar a condução da política monetária, caracterizando um regime de dominância fiscal. O autor propõe um modelo estrutural em que uma política monetária restritiva poderia promover aumentos substanciais da dívida pública em regime de metas inflacionárias. A fim de pautar seu argumento ele busca evidências empíricas para o caso brasileiro nos anos de 2002 e 2003, em que a política monetária restritiva provoca dinâmicas explosivas da dívida pública sob um regime de metas de inflação.

O autor enfatiza o papel do risco de *default* como mecanismo chave para a perda do controle sobre o nível de preços pela autoridade monetária ao se adotar um regime de metas de inflação. Segundo a proposição clássica da macroeconomia, quando um país apresenta economia aberta, pode aumentar a taxa real de juros com o objetivo de diminuir a inflação pelos canais de demanda agregada e câmbio, e isto ocorreria da seguinte forma:

1. Ao se elevar a taxa de juros interna, haveria uma queda da demanda agregada, já que juros mais altos tendem a desestimular o consumo;

2. Ao cair o consumo, também haveria uma diminuição dos empréstimos, pois, um consumo menor somado a um crédito mais caro desestimularia os empresários a ampliarem seus investimentos;

3. Uma taxa de juros interna mais alta do que a taxa de juros externa ofereceria uma atratividade maior pelos títulos internos, o que levaria a uma apreciação cambial, limitando

assim a capacidade de reajuste de preços dos produtos exportáveis, dado o aumento da concorrência com os produtos importados.

Todavia, segundo a abordagem de Blanchard (2004), caso um aumento das taxas de juros provoque uma elevação da probabilidade de *default* da dívida, aumentando assim os riscos de insolvência fiscal (e, por conseguinte, o prêmio de risco), a dívida do governo se tornará menos atrativa, o que causaria uma depreciação da taxa de câmbio em virtude da saída de capitais, o que contribui para o processo inflacionário.

O autor ressalta ainda que há um tipo específico de dominância fiscal, cuja resposta da economia para uma política monetária ocorre em um ambiente que utiliza regime de metas de inflação, pois segundo eles, países que adotaram o regime de metas de inflação poderiam apresentar uma política monetária inócua para conter os níveis de preços na meta pré-estabelecida, podendo até ocorrer um efeito contrário ao esperado, o que tende a resultar em um aumento do processo inflacionário. (Aguiar 2007, apud Blanchard, 2004)

Isto ocorreria devido algumas condições específicas das variáveis fiscais, como: alta razão da dívida líquida do setor público em relação ao PIB, elevada proporção da dívida pública em moeda estrangeira e maior aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros. (Aguiar 2007, apud Blanchard, 2004)

Aguiar (2007) ainda acrescenta mais uma condição, onde ela diz que: “[...] será tanto mais provável quanto maior a parcela da dívida indexada à taxa de juros básica da economia (Selic), a qual corresponde ao principal instrumento de política monetária a disposição do Banco Central do Brasil (BCB) num regime de metas de inflação.”.

Marques Junior (2009) faz uma análise com base no trabalho de Blanchard (2004), e busca verificar se o Brasil ainda sofre com os efeitos da dominância fiscal entre os anos de 2003 a 2008. Cada função do modelo empírico foi regredida usando-se um modelo tradicional de mínimos quadrados ordinários, MQO, e um modelo auto-regressivo de primeira ordem, AR(1).

Na estimação da probabilidade de *default*, o autor utiliza os índices EMBI+ Brasil e o Baa spread. O EMBI+ é disponibilizado diariamente pelo banco de investimentos JP Morgan e reflete tanto o risco de *default*, como também a aversão ao risco por parte dos investidores internacionais.

O Baa spread é a junção do índice Baa, elaborado pela agência de classificação de risco Moody's com dados disponibilizados pelo *Federal Reserve System* (FED), e que fornece a taxa

anual de rendimento médio de todas as empresas listadas pela Moody's com classificação de rating igual a Baa descontados os rendimentos dos títulos americanos de curto prazo. (Marques Junior, 2009)

Para o spread S , o autor utiliza a média mensal dos fechamentos diários do índice EMBI+ para o Brasil, ou seja, a diferença entre a taxa de juros paga pelo C-bond e os T-bonds com maturidade correspondente. O autor utilizou de dados com periodicidade mensal e com as regressões com base original nos resultados estimados por Blanchard (2004); já como base atualizada, os resultados são estimados pelo próprio autor.

Para se estimar o fluxo de capital como função de dois fatores, o autor escolheu a taxa real de câmbio para denotar o fluxo de capital. Para a taxa real de câmbio, foi utilizada ainda a série oficial disponibilizada pelo Banco Central e deflacionada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Ainda, utilizou-se a média dos valores mensais da taxa de juros capitalizada anualmente.

A taxa externa é representada no trabalho pela taxa americana de curto prazo, o *federal funds* (FF), deflacionada pelo *Consumer Price Index* (CPI), equivalente ao nosso IPCA, com periodicidade semelhante a taxa brasileira. Ao contrário do que foi utilizado no modelo de Blanchard (2004), o autor optou por usar apenas variáveis reais.

Por fim, a estimação do risco de *default* foi dada pela probabilidade de *default*, como função da expectativa do nível da dívida para o período posterior, que por sua vez, responde à taxa real de câmbio, à taxa real de juros e ao estoque inicial da dívida pública.

Além do mais, o autor utiliza duas séries *proxy* da dívida líquida do setor público, sendo elas: i) a razão dívida líquida do setor público corrente pelo produto interno bruto (DLSP/PIB), obtida pelo Banco Central; ii) a razão DLSP/PIB esperada pelo mercado, fornecida pelo boletim FOCUS do Banco Central.

Pontos importantes que são possíveis destacar em ambos os modelos e períodos (de Blanchard (2004) e Marques Junior (2008)) são: uma forte relação entre o risco atribuído aos títulos públicos e o grau de aversão ao risco por parte dos investidores; que a taxa de câmbio é influenciada principalmente pela probabilidade de *default* e; uma relação positiva entre probabilidade de *default* e a expectativa acerca do desempenho esperado da dívida pública, que, por sua vez, é afetada pela taxa de juros, taxa real de câmbio e nível inicial da dívida pública. (Marques Junior, 2009)

O modelo utilizado pelo autor trata de um caso específico de dominância fiscal, que é quando há uma depreciação causada por um aumento da taxa básica de juros, devido a uma maior percepção de risco de *default* por parte dos investidores estrangeiros frente às “fragilidades das variáveis fiscais”. Neste caso, trata-se do segundo canal de atuação da política monetária, o do canal indireto via taxa de câmbio. (Marques Junior, 2009)

Sendo assim, o efeito líquido do aumento da taxa de juros em 1% consistirá na desvalorização cambial de 0,4%, um número bem abaixo do observado por Blanchard (2004), que fora de 2,58%. Portanto, há uma continuação do efeito de dominância fiscal, tal como especificada por Blanchard (2004) no período analisado por Marques Junior (2008); porém, o efeito é bem menor do que o apurado por Blanchard (2004), aproximadamente 16% do verificado entre 1999 a 2004, provavelmente devido a políticas que visavam uma maior estabilidade fiscal. (Marques Junior, 2009)

Araujo e Besarria (2014) buscam responder qual política se sobressai no cenário econômico, onde, além do controle do nível de preço, também se objetiva o crescimento econômico. O objetivo do trabalho é verificar se a relação de dominância fiscal, verificada por Blanchard (2004), para a economia brasileira no período de 1999 a 2003, permanece sendo válida para o período de 2003 a 2009.

Mais especificamente, o trabalho tem o propósito de identificar se há a existência de uma relação de longo prazo entre as séries, assim como, procurar alguma relação de repasse entre as políticas monetária e fiscal no curto prazo.

A abordagem empírica inicia-se pelas seguintes etapas: na primeira, aplica-se para cada série de tempo o teste de raiz unitária de Dickey e Fuller (1979), com o objetivo de identificar a estacionariedade e; na segunda etapa, pretende-se realizar o teste de cointegração de Johansen com a finalidade de verificar se as variáveis no sistema são cointegradas e se há algum vetor cointegrante.

Para o caso de as séries de tempo serem não estacionárias e apresentarem dinâmica em comum, pode-se especificar um Modelo Vetor de Correção de Erros (VEC). Esse modelo tem o propósito de identificar uma relação de longo prazo entre as séries, assim como, procurar alguma relação de repasse entre as políticas monetária e fiscal no curto prazo.

As variáveis escolhidas pelos autores foram: EMBI+; Taxa de juros Over Selic (% a.m.); Necessidade de Financiamento do Setor Público em porcentagem do PIB; Dívida Líquida do Setor Público em porcentagem do PIB; Índice da taxa de câmbio efetiva real.

Os autores concluem que, para o período de 2003 a 2009, a economia brasileira apresenta uma relação de dominância monetária. A análise mostrou que acréscimos na taxa de juros não influenciam o prêmio de risco, ou seja, os agentes não mudam suas avaliações quanto ao risco de *default* por conta de variações na taxa de juros, o que implica a validação da teoria tradicional que afirma que um aumento na taxa de juros leva a uma maior atratividade dos títulos públicos, resultando em um influxo de capital. Desta forma, a política monetária é eficaz em seu objetivo de controle do nível de preço.

Pelos resultados encontrados, não foi possível identificar de forma clara quais as influências das variáveis analisadas sobre o prêmio de risco, o que leva a interpretá-la como uma variável exógena. Tal resultado foi contrário ao previsto por Blanchard (2004); entretanto, segue os mesmos indícios apontados por Aguiar (2007).

Observa-se de forma geral que as alterações na economia brasileira se deram de forma equilibrada, mantendo-se a independência da política monetária em relação à política fiscal. Os esforços fiscais em busca de um maior crescimento da economia não foram contraproducentes aos objetivos de controle do nível de preço, o que demonstra, de certa forma, que o canal de transmissão do controle de preços via apreciação do câmbio é mais eficaz do que o canal de contração da demanda agregada.

Esperava-se que, com a adoção de uma política fiscal mais expansiva, como a que se deu no segundo mandato do governo Lula, que as variáveis fiscais tivessem maior influência que as variáveis monetárias. Entretanto, comparando os resultados do trabalho com os pressupostos do artigo de Blanchard (2004), fica claro que não há evidências empíricas que corroborem a existência de dominância fiscal para o período estudado.

Souza e Dias (2016) buscam analisar a interação entre as políticas fiscais e monetárias na economia brasileira; especificamente, a relação entre dívida pública e os riscos de *default* como potenciais determinantes para a existência de desequilíbrios macroeconômicos, que se reflitam no nível de preços.

Além do mais, o trabalho ainda busca identificar qual tipo de dominância predomina na economia brasileira, a fiscal ou a monetária. Para cumprir tais objetivos propostos, foi utilizado

o modelo de Vetor de Correção de Erros (VEC) para dados de dezembro de 2001 a junho de 2015. O modelo demonstra que a política fiscal a partir da dívida pública, desempenha um papel importante na determinação da taxa de inflação.

As variáveis escolhidas pelos autores foram: Índice Nacional de Preços ao Consumidos Amplo (IPCA); Dívida Líquida do Setor Público em porcentual do PIB – Governo Federal e Banco Central; Índice da taxa de câmbio real – Dólar americano; Taxa de juros (% a.a.) – correspondente a variação mensal do sistema eletrônico de liquidação e custódia, que é a média de remuneração dos títulos públicos federais negociados com os bancos e demais investidores institucionais; e *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+).

Sob a ótica dos trabalhos realizados por Blanchard (2004), Fávero e Giavazzi (2004) e Marques Junior (2009), os resultados estatísticos obtidos por Sousa e Dias (2016) sugerem que exista uma dominância fiscal na economia brasileira tendo em vista que um aumento da taxa de juros com o objetivo de trazer a inflação para a meta estabelecida é avaliado pelos agentes econômicos, como uma elevação do prêmio de risco, ou seja, os agentes mudam suas avaliações quanto ao risco de *default* por conta de variações na taxa de juros.

Houve indícios de que o risco de *default* domina os efeitos causados pela taxa de juros na taxa de câmbio o que levou a uma fuga de capitais e conseqüentemente uma depreciação do câmbio real. O resultado final deste processo é que a depreciação cambial acaba por pressionar uma alta do nível de preços; sendo assim, um efeito adverso ao esperado.

Aguiar (2007) faz uma análise por meio de função resposta ao impulso sobre a possibilidade de existência de dominância fiscal no Brasil a partir de 1999, ano em que se inicia a fixação de metas de superávit primário pelo governo. Para testar a hipótese de dominância fiscal utilizou um VAR com as variáveis consideradas relevantes. A abordagem VAR revela-se particularmente útil quando o objetivo da análise empírica é determinar exclusivamente as interdependências estatísticas entre um conjunto de variáveis e suas inovações, dispensando uma especificação completa da estrutura da economia. Além do mais, o VAR estimado inclui quatro variáveis: taxa de juros, prêmio de risco, expectativa de inflação e taxa de câmbio. A estimação é para dados mensais no período 1999-2006.

Ademais, usa-se comumente o resultado do teste de causalidade de Granger como subsídio adicional a essa escolha, pois tal análise permite verificar se uma variável tem impacto em outra, no sentido de precedência temporal: as não Granger-causadas poderiam vir “na

frente”, como “menos endógenas”, e as Granger-causadas viriam depois, recebendo o impacto do choque provocado nas variáveis anteriores.

O resultado obtido indica a não ocorrência de dominância fiscal no período analisado. Na segunda parte do trabalho analisa-se o comportamento da autoridade fiscal do Brasil e se existe alguma regra de reação fiscal. Para o período anterior à fixação de metas de superávit primário (1995-1998), não é possível definir uma regra de reação fiscal, pois o superávit primário não responde a mudanças na dívida pública. Para o período posterior (1999-2006) entretanto, conclui-se que o governo segue uma regra de reação fiscal, denotando preocupação em evitar dominância fiscal, embora a especificação da regra seja distinta para os governos Lula e Fernando Henrique Cardoso.

É possível sumarizar os principais trabalhos até aqui relatados através da Tabela 1 abaixo.

Tabela 1 – Tabela resumo dos principais trabalhos de dominância fiscal e monetária para o caso brasileiro.

Autor	Método	Período de análise	Resultado
Araújo e Besarria (2014)	VEC	2003-2009	Dominância Monetária
Ferreira (2015)	VAR	2003-2013	Dominância Monetária
Sousa e Dias (2016)	VEC	2001-2015	Dominância Fiscal
Marques Junior (2008)	MQO e AR(1)	2003-2008	Dominância Fiscal

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Como dito inicialmente, não existe um consenso a respeito da temática de dominância fiscal ou monetária para o Brasil durante o período recente. Cada trabalho se utiliza de uma metodologia, e mesmo nos casos em que as variáveis sejam parecidas, e o período analisado seja próximo, os resultados obtidos não serão necessariamente os mesmo, como bem podemos observar na Tabela 1, através dos trabalhos de Araújo e Besarria (2014) e Marques Junior (2008), onde estes autores analisam basicamente o mesmo período, mas chegam a conclusões

distintas. Ou seja, tudo indica que a metodologia utilizada por cada um destes autores influencia diretamente nos resultados obtidos.

Após esta revisão teórica e empírica, será apresentado na subseção a seguir uma análise conjuntural do Brasil durante os anos de 2003 a 2016, o que é importante para situarmos o contexto analisado com os resultados obtidos mais adiante.

2. UMA ANÁLISE DESCRITIVA DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS RELEVANTES AO TEMA PARA OS ANOS DE 2003-2016.

Esta seção será dividida em duas subseções, sendo a primeira responsável por apresentar os dados com as suas respectivas definições, e a segunda por realizar uma análise de estatística descritiva a respeito de cada variável no tempo e tentar entender seu comportamento na economia brasileira. Além do mais, vale ressaltar que as variáveis utilizadas possuem periodicidade anual e abrangem o período 2003-2016.

2.1 – Apresentação das variáveis e os seus respectivos conceitos.

A **Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)** corresponde ao endividamento líquido (balanceamento de débitos e créditos) do Governo Federal (inclusive Previdência Social), dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao sistema financeiro público e privado, setor privado não-financeiro e o resto do mundo. Ficando de fora apenas as empresas do Grupo Petrobras e do Grupo Eletrobras¹.

A **Selic** é a taxa básica de juros da economia no Brasil, utilizada no mercado interbancário para financiamento de operações com duração diária, lastreadas em títulos públicos federais. A sigla SELIC é a abreviação de Sistema Especial de Liquidação e Custódia. Essa sigla nada mais é que um sistema computadorizado utilizado pelo governo, a cargo do Banco Central do Brasil, para que haja controle na emissão, compra e venda de títulos. A Taxa Selic é obtida pelo cálculo da taxa média ponderada dos juros praticados pelas instituições financeiras.

¹ A exclusão da Petrobras e da Eletrobras deve-se às características específicas das empresas, seguidoras de regras de governança corporativa similares às experimentadas pelas empresas privadas de capital aberto, e com autonomia para captar recursos nos mercados interno e externo.

Já o **Superávit Primário** é o resultado positivo de todas as receitas e despesas do governo, com exceção dos gastos com pagamento de juros, enquanto que o *déficit* primário ocorre quando esse resultado é negativo, e ambos constituem o "resultado primário". O resultado primário é importante porque indica, a consistência entre as metas de política macroeconômicas e a sustentabilidade da dívida, ou seja, da capacidade do governo de honrar seus compromissos. A formação de *superávit* primário serve para garantir recursos para pagamento dos juros da dívida pública e reduzir o endividamento do governo no médio e longo prazos.

A **Taxa de Câmbio** é o preço de uma moeda estrangeira medido em unidades ou frações (centavos) da moeda nacional. No Brasil, a moeda estrangeira mais negociada é o dólar dos Estados Unidos, fazendo com que a cotação comumente utilizada seja a dessa moeda. Assim, quando se diz, por exemplo, que a taxa de câmbio é 3,10, significa que um dólar dos Estados Unidos custa R\$ 3,10. A taxa de câmbio reflete, assim, o custo de uma moeda em relação à outra. As cotações apresentam taxas para a compra e para a venda da moeda, as quais são referenciadas do ponto de vista do agente autorizado a operar no mercado de câmbio pelo Banco Central.

O **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)** é um índice que mede a variação de preços de mercado para o consumidor final. Estabelecido pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) mensalmente, ele representa o índice oficial da inflação no Brasil e serve como um bom termômetro para avaliar perdas no poder de compra por parte da população, sendo por isso utilizado pelo Banco Central como monitor da inflação no país. Atualmente, a população-objetivo do IPCA abrange as famílias com rendimentos de 1 a 40 salários mínimos, sendo que esta faixa de renda foi criada com o objetivo de garantir uma cobertura de 90% das famílias pertencentes às áreas urbanas de cobertura do Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor - SNIPC.

O **EMBI+** é um índice baseado nos bônus (títulos de dívida) emitidos pelos países emergentes. Ele mostra os retornos financeiros obtidos a cada dia por uma carteira selecionada de títulos desses países. A unidade de medida é o ponto-base. Dez pontos-base equivalem a um décimo de 1%. Os pontos mostram a diferença entre a taxa de retorno dos títulos de países emergentes e a oferecida por títulos emitidos pelo Tesouro americano. Essa diferença é o *spread*, ou o *spread* soberano. O EMBI+ foi criado para classificar somente países que

apresentassem alto nível de risco segundo as agências de *rating* e que tivessem emitido títulos de valor mínimo de US\$ 500 milhões, com prazo de ao menos 2,5 anos.

Afim de melhor entendimento, os dados apresentados acima foram sintetizados na tabela 2.

Tabela 2: Síntese das variáveis utilizadas na seção 2

Variável	Abreviatura	Fonte	Definição da variável
Dívida Líquida do Setor Público/Produto Interno Bruto	DLSP/PIB	Banco Central do Brasil	Endividamento líquido do governo (Federal, Estadual e Municipal).
Taxa de juros	Selic	Banco Central do Brasil	Taxa básica de juros da economia Brasileira.
Superávit Primário/Produto Interno Bruto	Superávit	Tesouro Nacional	É o resultado positivo de todas as receitas e despesas do governo, exceto os juros.
Taxa de câmbio	Câmbio	Banco Central do Brasil	É o preço de uma moeda estrangeira medido em unidades ou frações da moeda nacional.
Índice de Preços ao Consumidor Amplo	IPCA	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística	É o índice que mede a variação de preços de mercado para o consumidor final.
Risco País	EMBI+	JP Morgan	Indicador utilizado para orientar os investidores estrangeiros a respeito da situação financeira de um mercado emergente.

Fonte: Elaboração própria (2019).

2.2. Estatística descritiva das variáveis para o período 2003-2016.

Tabela 3: Estatísticas da variáveis analisadas.

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
Dívida Líquida do Setor Público/PIB	41,02%	40,44%	55,47%	31,44%	7,71
Taxa de Juros	13,16%	12,19%	22,90%	8,27%	4,14
Resultado Primário/PIB	1,24%	2,02%	2,52%	-2,54%	1,65
Taxa de Câmbio	2,37	2,17	3,49	1,68	0,60
Índice de Preços ao Consumidor Amplo	6,28%	5,91%	10,67%	3,14%	1,93
Risco País	328	268	835	184	177

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 3 mostra as estatística descritivas das variáveis analisadas, a DLSP possui uma média e mediana de cerca de 40%, com um máximo de 55,47% e um mínimo de 31,44% denotando um alto grau de variabilidade ao longo do período analisado, tendo uma tendência de queda por um longo período mas se elevando no período mais recente.

A Taxa de Juros também é interessante de se analisar, ela possui uma média de 13,16% ao ano e possui um máximo de 22,9% e um mínimo de 8,27%, ou seja, há uma variação tão acentuada assim da taxa de juros, o que indica uma postura mais conservadora da autoridade fiscal brasileira.

O Brasil pós plano real apresentou ao longo dos anos superávits primários consecutivos, porém, a partir do acirramento da crise brasileira que se inicia no ano de 2014 e caminha até os dias atuais, o país começou a apresentar déficits primários, frente a dificuldade do país em se

comprometer com a solvência da dívida pública. Para esta variável temos um valor máximo de 2,52% do PIB e um mínimo de -2,54% do PIB.

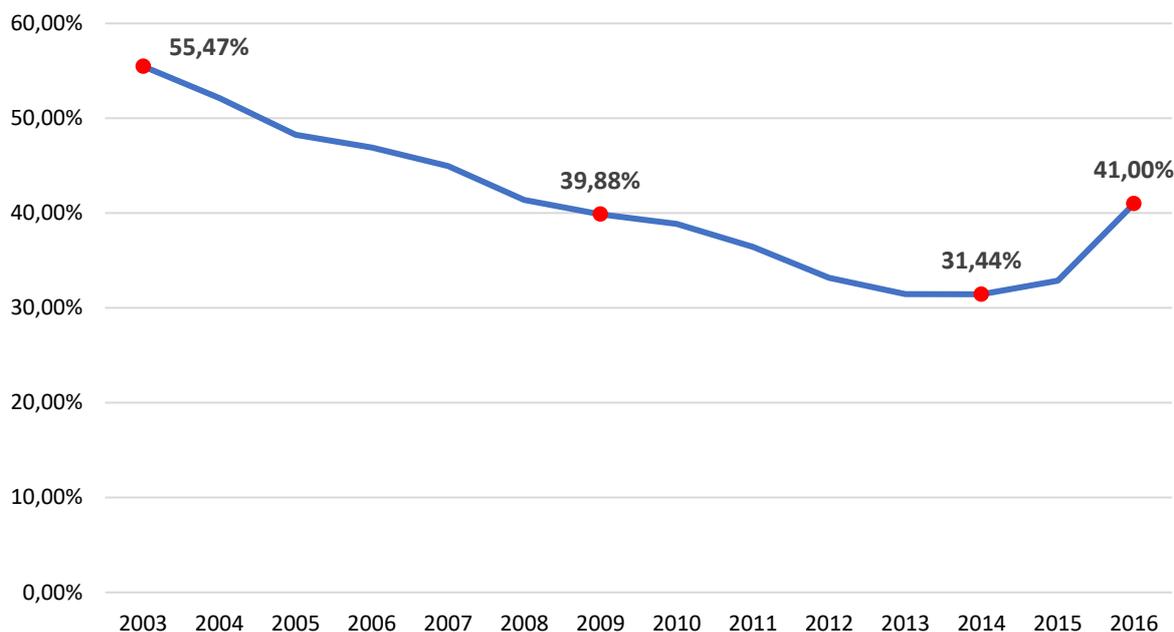
Quanto a taxa de câmbio, temos também uma oscilação considerável no período analisado, e isto se deve ao fato desta variável ser mais sensível a dinâmica do mercado e as transações correntes internacionais. Um exemplo disto se dá no período 2002-2003, ano que se inicia um novo governo no país, com expectativas pessimistas do mercado em relação ao rumo de suas políticas, e que por consequência houve um forte avanço da taxa de câmbio neste período.

O IPCA é um índice bastante interessante, pois embora seu desvio padrão seja baixo, ou seja, o seu desvio em relação a média seja um dos menores observado junto com a taxa de câmbio, a amplitude entre o máximo e mínimo é bastante elevada, indicando assim uma forte volatilidade dos preços, que estão atrelados as variações da taxa de câmbio. Podemos observar nesta variável um valor máximo de 10,67% e um valor mínimo de 3,14%. Por fim, observando o Risco País, temos também uma grande oscilação, onde a variável nos apresenta o maior valor de desvio padrão e a maior amplitude dentre as variáveis analisadas, por se tratar de um índice analítico, ou seja, um *score*.

Analisando agora de uma forma mais profunda as variáveis utilizadas, podemos perceber através do Gráfico 1, uma tendência de queda durante os anos de 2003 a 2014 da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). Contudo, é a partir do ano seguinte (2015) que se observa o agravamento da crise econômica brasileira, e como consequência disto, notamos um aumento abrupto do endividamento público.

A queda da relação DLSP/PIB está associada à acumulação de ativos do governo federal através de empréstimos a instituições financeiras oficiais, com destaque para os créditos do Tesouro ao Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES), e do Banco Central via acumulação de reservas internacionais. Os créditos concedidos a instituições financeiras oficiais aumentaram de 0,8% do PIB em dezembro de 2003 para 9,6% do PIB em dezembro de 2015, o que representa os volumosos aportes do Tesouro ao BNDES para financiamento de investimento em infraestrutura. (Viana, 2016)

Gráfico 1 – Média anual da Dívida Líquida do Setor Público – 2003 a 2016



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Já os ativos acumulados pelo Banco Central aumentaram de 3,4% do PIB em dezembro de 2003 para 24,1% do PIB em dezembro de 2015, com destaque para o acúmulo de reservas internacionais que, segundo Shettini (2014), deveu-se a dois fatores: estratégia do governo de criar um colchão de reservas internacionais que tornasse a economia brasileira menos suscetível aos choques externos, e a opção do governo por tentar conter a apreciação cambial a fim de defender a produção industrial doméstica. (Vianna, 2016)

Entretanto, apesar do cenário macroeconômico favorável, principalmente de 2003 a 2013, pode-se notar que a Dívida Líquida do Setor Público, que representava 59,9% do PIB em janeiro de 2003, cedeu para cerca de 30,6% do PIB em 2015 e, apesar dos juros nominais terem apresentado uma queda em 2013, esta redução pode ser considerada modesta por três motivos, segundo Giambiagi (2011), sendo elas: a alta taxa de juros real para o período –fator determinante da trajetória do endividamento; o baixo crescimento médio do produto, que não foi suficiente para apontar uma queda deste indicador e; a necessidade de um esforço muito grande para que a dívida e os juros comecem a cair, diferentemente quando se partiu de uma base pequena. (Viana, 2016)

Segundo Pedras (2003), a dívida pública de um governo é dita sustentável se o valor presente dos *superávits* primários futuros é igual ou superior ao atual estoque da dívida pública. Caso o mercado perceba que esta condição não é factível, aumentará os prêmios de risco para

financiar os *déficits* do governo. Dito isto, o resultado primário superavitário representa a principal fonte de recursos para o pagamento da dívida pública, sendo esta a fonte de financiamento que o governo tem para o pagamento de juros.

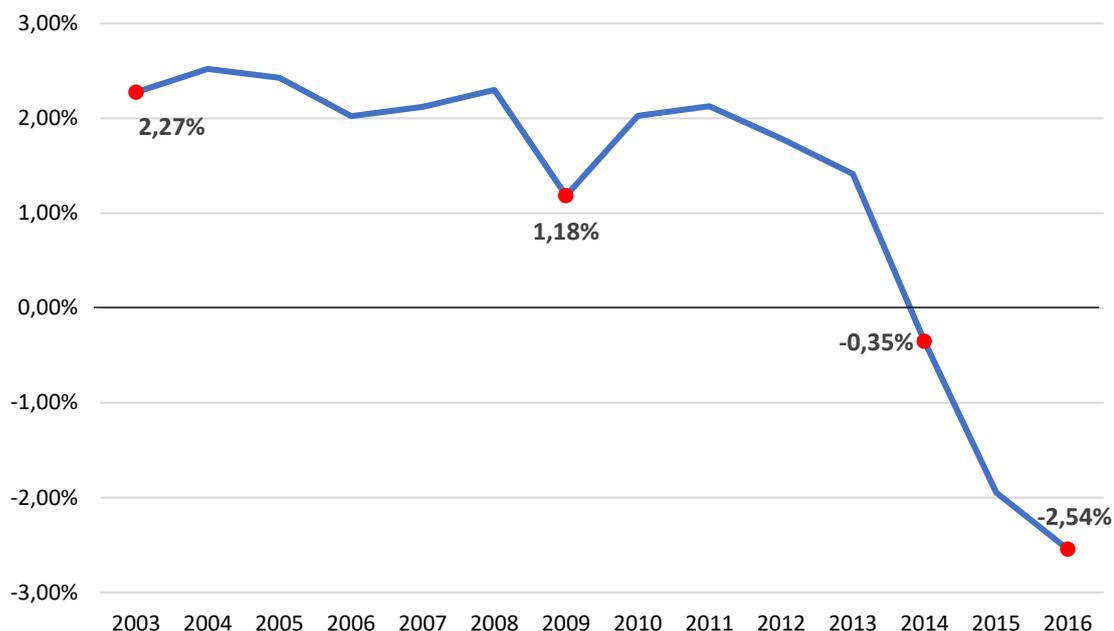
Países com alto endividamento público necessitam obter *superávits* primários significativos e duradouros afim de manter a credibilidade junto aos agentes. Conforme o Gráfico 2, o Brasil conseguiu gerar *superávits* primários significativos e persistentes entre os anos de 2003 a 2013; no entanto, as elevadas taxas reais de juros pagas para a rolagem dos títulos públicos inibiram uma diminuição maior das taxas de juros nominais e do consequente maior declínio da relação DLSP/PIB.

O resultado primário superavitário, principalmente de 2003 até 2012, representou um elemento fundamental para alcançar uma melhora dos indicadores fiscais da dívida pública. Porém, os valores pagos de juros nominais impactaram sensivelmente os *déficits* nominais e as consequentes necessidades de financiamento do setor público. (Viana, 2016)

Segundo Viana (2016), os *superávits* primários contribuíram 2,3% do PIB para o declínio da relação DLSP/PIB, enquanto os juros nominais foram, em média, 6,1% do PIB para o aumento deste indicador. Os elevados *superávits* primários obtidos ao longo de quase uma década e a redução da Dívida Líquida/PIB permitiram ao governo reduzir a meta de *superávit* em 2009, com o objetivo de implantar políticas contra cíclicas que combatessem a crise de 2008, como por exemplo, o incentivo ao consumo interno, reduzindo assim as taxas de juros e utilizando de reservas cambiais para ser um “propulsor” do crescimento, fato este que levou o então presidente Lula a dizer que a crise financeira no país não passava de uma “marolinha”

Entretanto, foi durante o governo Dilma que os fatores da DLSP foram mais preocupantes, principalmente quando se analisa os anos de 2014 a 2016, no qual a dívida líquida aumentou cerca de 10 pontos percentuais do PIB, resultado de um *déficit* primário da ordem de 2%, em média, e do pagamento de juros nominais de 7,0%, em média, que superaram os impactos de ajustes cambiais e do efeito de crescimento do PIB sobre a dívida. Basicamente, isto ocorreu devido as diversas políticas econômicas sem resultados adotadas pelo governo da ex-presidente Dilma Rousseff, como por exemplo, as desonerações da folha de pagamento, os diversos programas anunciados sem a devida meta esclarecida ou até mesmo cumprida, além das pedaladas fiscais” que culminou com o impeachment do seu governo.

Gráfico 2 - Resultado primário da economia brasileira – 2003 a 2016.

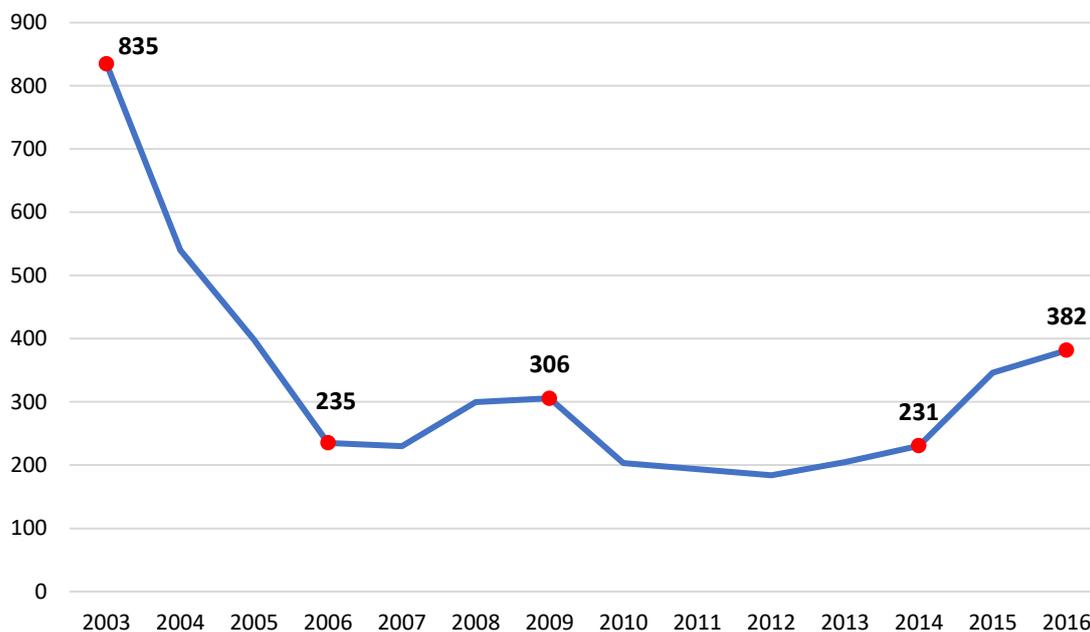


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Não obstante, foi a partir do ano de 2014 que o país começou a gerar *déficits* primários, impactando no comportamento da dívida pública, e a aumentar os índices de risco país pelas agências de classificação de risco, como se pode observar pelos Gráfico 2 e 3. No geral, estes índices vinham apresentando uma crescente melhora ao longo da década.

Como o ano de 2003 é marcado pelo início de um governo “declaradamente de esquerda no país”, a conjuntura econômica apresentou momentos de incerteza relacionadas ao futuro governo, o que levou a um maior sobressalto na aferição da série EMBI + Brasil. De um certo modo, o mercado financeiro entrou em pânico com a perspectiva de mudança na política econômica e de ruptura dos acordos firmados. A inflação acelerou-se, alcançando no ano o valor de 9,3% e ultrapassou a meta central de 4% estipulada pelo Comitê de Política Monetária (COPOM).

Gráfico 3 - Média anual do Risco País (Brasil) – EMBI+ – 2003 a 2016.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Como reflexo, o risco-país atingiu, em 2003, uma média de 835 pontos básicos, um valor ainda muito alto, mas em queda, comparando aos 2.395 pontos básicos no ano anterior, quando o mercado cogitou uma vitória do então candidato do Partido dos Trabalhadores (PT). Este valor diminuiu devido ao esforço do governo em tentar mostrar ao mercado que as políticas continuariam no ramo ortodoxo, que se manteria o compromisso com o acordo junto ao FMI e de sua renovação e, um exemplo deste esforço foi a “carta ao povo brasileiro”.

Ademais, o governo optou por preservar a diretoria do Banco Central, com Henrique Meirelles na presidência, um nome fortemente ligado ao sistema financeiro e firmou a manutenção dos *superávits* primários, como se pode observar na própria carta ao povo brasileiro:

“Vamos preservar o *superávit* primário o quanto for necessário para impedir que a dívida interna aumente e destrua a confiança na capacidade do governo de honrar os seus compromissos. Mas é preciso insistir: só a volta do crescimento pode levar o país a contar com um equilíbrio fiscal consistente e duradouro. A estabilidade, o controle das contas públicas e da inflação são hoje um patrimônio de todos os brasileiros. Não são um bem exclusivo do atual governo, pois foram obtidos com uma grande carga de sacrifícios, especialmente dos mais necessitados”. (Carta ao Povo Brasileiro, 22 de junho 2002).

A partir de 2003, o risco país começou a cair de forma considerável, pois os índices econômicos melhoravam ano após ano, e a situação era tão favorável, que mesmo em um período de crise financeira internacional, o EMBI+ Brasil saiu de uma média de 230 pontos base em 2007 para cerca de 305 pontos no ápice da crise internacional, voltando a diminuir nos anos seguintes. Porém, a partir de 2014, o risco país voltou a crescer substancialmente, fruto da instabilidade política e econômica gerada no governo Dilma, tensão esta que elevou o risco país para a casa dos 382 pontos básicos em 2016, maior valor nos últimos 10 anos.

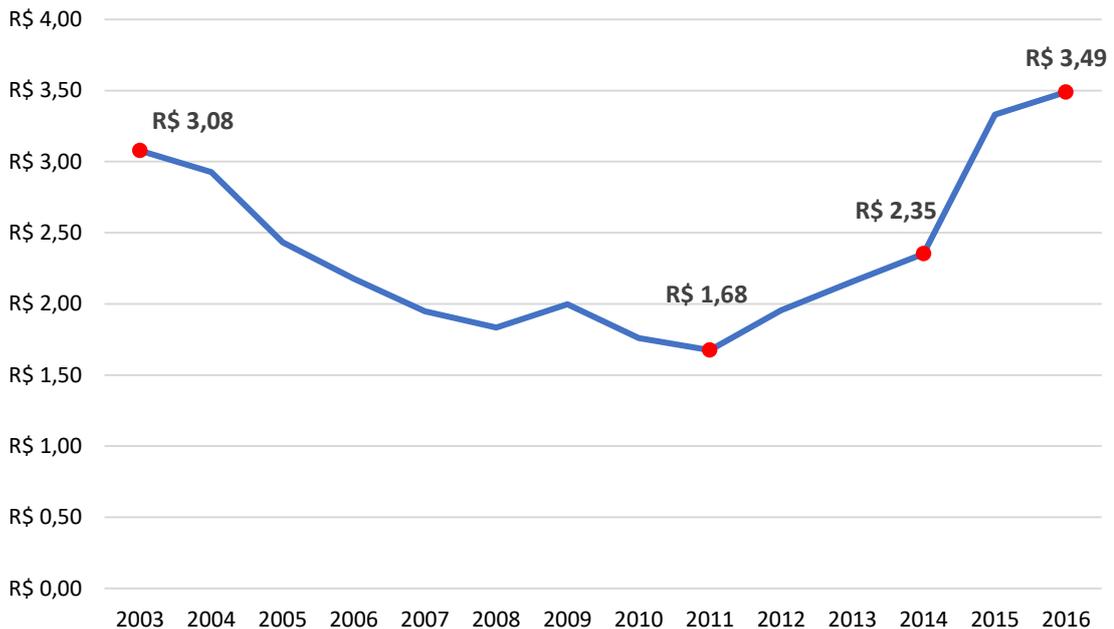
O risco país brasileiro e a taxa de câmbio, real e dólar norte-americano, são altamente correlacionados. Geralmente, em economias financeiramente abertas, variações da percepção de risco soberano são acompanhadas por variações nas entradas líquidas de capitais, com impacto na taxa de câmbio. A queda no risco-país permite que tanto a República como outros agentes econômicos domésticos acessem o mercado internacional de capitais em condições mais favoráveis ao ampliar a base de investidores internacionais dispostos a financiar títulos de emissores domésticos. (Bacen, 2016)

Vale lembrar que a taxa de juros das emissões de dívida soberana serve de referência ou *benchmark* para as emissões de empresas privadas, ou seja, a queda no risco-país possibilita menor custo de captação externa também para os agentes privados. Como a queda persistente no risco-país reflete uma melhor percepção dos investidores em relação às perspectivas macroeconômicas do País, o processo é acompanhado pelo melhor acesso a capitais de longo prazo, na forma de investimento direto, e investimento em carteira. (Bacen, 2016)

Em resumo, isso se traduz em maior oferta de capitais para o País, possibilitando que a taxa de câmbio se desloque no sentido de um real mais forte. Da mesma forma, o aumento persistente do risco-País, ao piorar as condições de acesso dos agentes econômicos domésticos ao financiamento externo, desloca a taxa de câmbio no sentido de um real mais desvalorizado. (Bacen, 2016)

Tendo isso em vista, o Gráfico 4 tem o objetivo de mostrar o comportamento da taxa de câmbio anual média para o período de 2003-2016.

Gráfico 4 - Média anual da taxa de câmbio – 2003 a 2016.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Em 2002, o Banco Central do Brasil passou a operar *swap* cambial, e segundo Schmidt e Curado (2009), uma consequência da “adoção deste novo regime cambial” foi que os movimentos de saída de capitais, especialmente de curto prazo, impactaram não apenas na perda de reservas internacionais e na elevação na taxa de juros, mas também sobre a própria taxa de câmbio.

Com a adoção do câmbio flutuante, o Banco Central do Brasil realizou várias medidas que buscaram dar uma maior flexibilidade ao mercado cambial e aos investimentos externos. Entre estas medidas destacam-se: unificação das posições de câmbio por parte das instituições financeiras e flexibilização dos investimentos estrangeiros registrados no segmento comercial do mercado de câmbio.

Na operacionalização do regime de câmbio flutuante não houve, no início da década passada, por parte do Bacen, o compromisso de intervir na taxa de câmbio, apesar de que houve certa atuação, principalmente por operações de *swap* reverso. O *swap* cambial reverso, consiste numa operação em que o Bacen compra dólares no mercado futuro, sem realizar a troca física da moeda, apostando que o cupom cambial seja maior do que a variação do dólar ao longo de determinado período. Caso essa aposta se consolide, o Bacen paga a diferença entre as duas variáveis, multiplicado pelo número de contratos aos bancos (Locatelli, 2013 apud, Arruda, 2015).

O ajuste cambial apresentou impactos significativos nos momentos de crise: em 2002/2003, com a incerteza da política econômica a ser adotada pelo Presidente Lula; em 2008 e 2009, durante a crise do *subprime*; e, em 2015, com a recente crise provocada pela política econômica do governo Dilma. O ajuste cambial foi positivo para a redução da dívida/PIB em 2003, 2008 e, em 2015, devido à sua apreciação, porém, por causa da sua depreciação no ano de 2009 contribuiu para o aumento da dívida/PIB. O ajuste cambial modifica a relação da dívida/PIB devido ao fato de que o setor público é credor em moeda estrangeira e essas variações impactam diretamente nas reservas internacionais, provocando alterações na dívida externa líquida.

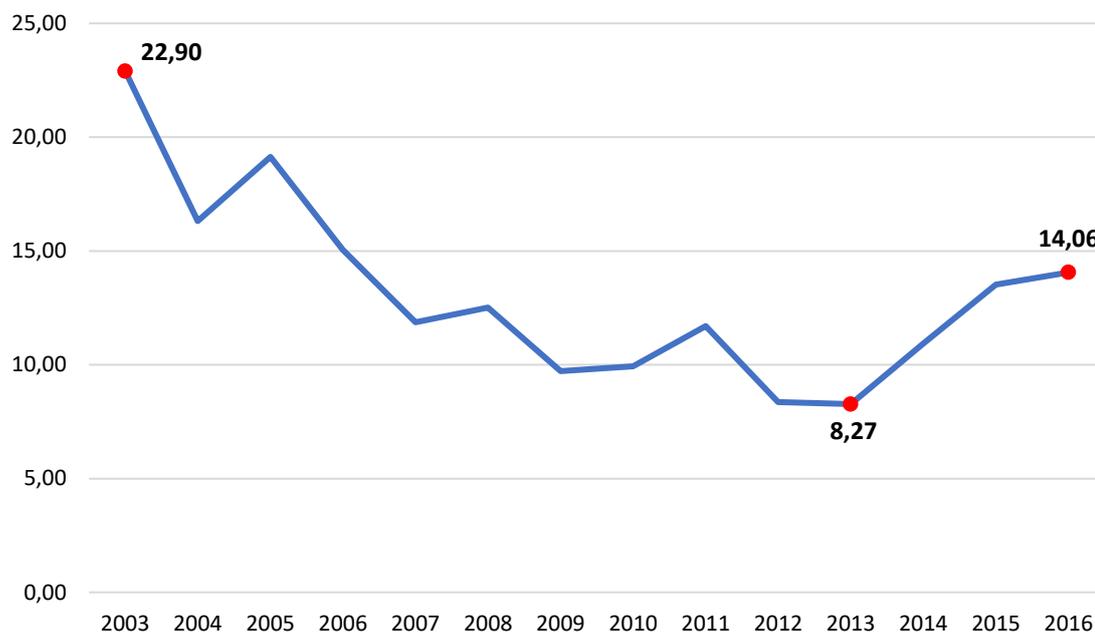
Outro fator que impacta diretamente a dívida pública são os juros, pois ele incide sobre a dívida mobiliária e afeta as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), portanto, uma melhora no perfil da dívida pública e da sua maturação são fundamentais para a minimização dos custos de financiamento e para a redução dos juros pagos. (Viana, 2016)

A rigidez para quedas na taxa de juros, além de levar ao conhecido resultado keynesiano de um efeito perverso sobre o produto devido à queda no nível de investimento, provoca um impacto considerável sobre a dívida pública. A razão para essa ponderação se justifica pelo fato de que o principal indexador da dívida pública brasileira é a taxa Selic. (Mendonça, 2007)

Nestes termos, há um reforço para a rigidez na queda da taxa de juros devido a duas razões básicas: (i) aumento do risco de insolvência do governo - os investidores preferem transferir-se para outros mercados, provocando uma desvalorização cambial, o que, por conseguinte, pressiona para uma alta da inflação; e (ii) necessidade de aumento da carga tributária - o governo aumenta a alíquota dos impostos ou cria novas contribuições para evitar que a dívida pública entre em uma rota explosiva. (Mendonça, 2007)

O resultado desse procedimento é um encarecimento no custo de produção das empresas que tende a ser repassado para os seus preços. Em suma, a rigidez para reduções na taxa Selic representa um entrave para incrementar o nível de investimento e, por sua vez, a taxa de crescimento da economia, e ainda, uma pressão para o aumento do endividamento público. (Mendonça, 2007)

Gráfico 5 - Média anual da taxa de juros nominal brasileira – 2003 a 2016.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil (2019).

O alto valor da taxa Selic durante o ano de 2003 pode ser explicado pela grande instabilidade econômica que o país passou durante a eleição do candidato de esquerda a presidência da república Luiz Inácio “Lula” da Silva, e que culminou com uma reação negativa do mercado por achar que o então presidente romperia com o tratado assinado pelo seu antecessor, Fernando Henrique Cardoso.

Passado este período de turbulências e incertezas, nota-se, na prática, a continuação de uma política econômica que já vinha sendo adotada. Após este período, evidencia-se uma tendência a queda da taxa de juros, salve exceções pontuais, como nos anos de 2005 e 2008, mas que nem mesmo isto levou o governo a adotar uma política economia mais conservadora. Na verdade, o que se buscou naquele período foi realizar uma política “anti-cíclica”.

A taxa Selic alcançou seu vale no ano de 2013, em que registrou um valor de 8,27%; porém, foi a partir deste período que a taxa de juros começou a sua trajetória de elevação, fruto do agravamento econômico ocorrido no país, chegando a média de 14,06% ao fim de 2016. O ano de 2014 foi um ano decisivo para a economia brasileira, pois é nele que se percebe a “inversão da chave” de crescimento para uma trajetória de queda da economia brasileira.

Segundo Leal (2015), é possível visualizar três problemas mais claros resultantes de taxas de juros tão altas. O primeiro é sobre o nível de atividade econômica que é onerado pela

restrição ao crédito, principalmente, de longo prazo, e por consequência, sobre o nível de emprego da economia. O segundo é sobre a inflação, que, como se pode notar, torna-se necessário praticar taxas de juros cada vez mais altas para se obter uma mesma redução do IPCA. E, o terceiro é o gasto com a rolagem da dívida, que é indexada em grande parte em títulos pós-fixados e corrigidos no *overnight* com base na Selic, fazendo com que o montante de juros a ser pago pelo governo cresça proporcionalmente ao aumento da Selic.

Segundo Modenesi e Modenesi (2012), esta alta taxa de juros tem afetado profundamente as contas públicas e a despesa com o pagamento de juros da dívida pública foi consideravelmente superior aos *superávits* primários do setor público. Nesse sentido, segundo os autores, tem ocorrido dominância monetária, pois a política monetária tem contaminado as contas públicas e isso é exacerbado por uma peculiaridade da dívida pública, a existência de títulos indexados à taxa básica de juros.

As Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT) são títulos pós-fixados que evoluem de acordo com a Selic. Como constituem parcela relevante do estoque da dívida, a manutenção da Selic em níveis muitos elevados resulta em um custo financeiro igualmente alto: o pagamento de juros da dívida foi, em média, superior a 7% do PIB, no período. Em suma, o Plano Real foi muito bem-sucedido no combate à inflação. No entanto, a estabilidade vem-se apoiando em política monetária extremamente restritiva e, portanto, muito onerosa. Disto, destacam-se três consequências negativas: o sub-aquecimento da economia; a valorização do real; e a deterioração das contas públicas.

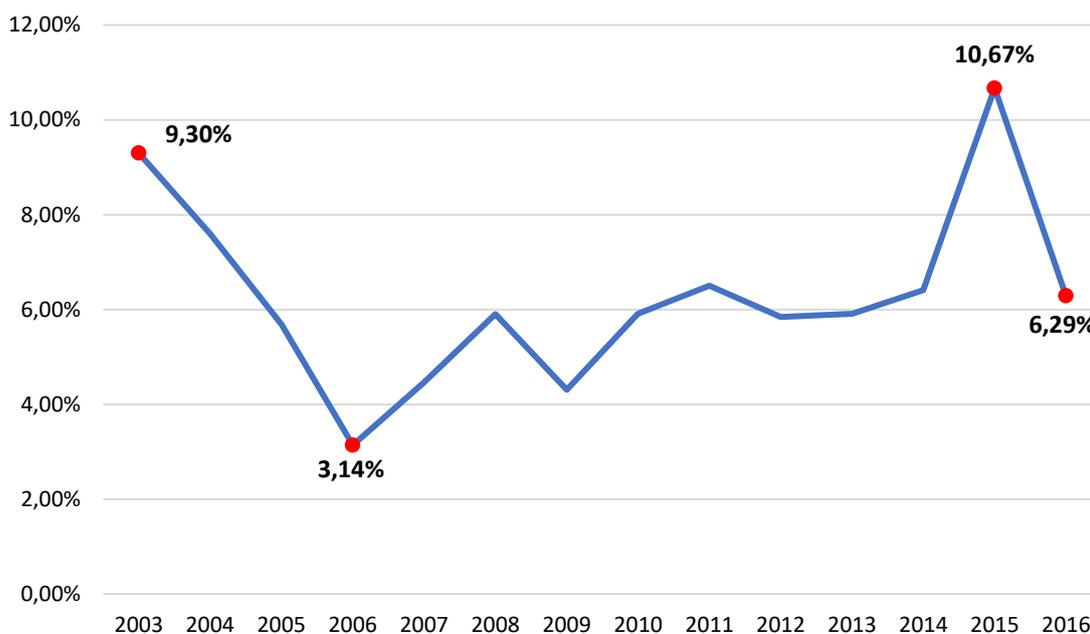
Ou seja, falta, ainda, uma última etapa do processo de estabilização: uma flexibilização sustentável da política monetária. A redução dos juros para níveis próprios de economias estáveis – sem que isso implique na volta da inflação – é o grande desafio a ser cumprido pelo país. Já não é mais razoável controlar a inflação praticando as maiores taxas de juros do mundo. A estabilidade somente estará consolidada – tanto do ponto de vista econômico quanto político – quando o controle da inflação for associado a um mix de política econômica que viabilize o desenvolvimento econômico e, portanto, seja sustentável a longo prazo. (Modenesi e Modenesi, 2012)

É verdade que a Selic real caiu de forma não desprezível, sobretudo a partir do ano de 2000 – porém ainda se mantém em patamar muito alto. A política monetária brasileira constitui uma anomalia no cenário mundial. Grosso modo, a taxa de juros real do país foi mais do que o dobro da média da América Latina (AL), entre 1995 e 2008. No período, a taxa de juros real no

Brasil foi, sistemática e consideravelmente, superior à média dos países emergentes. Entretanto, a inflação no Brasil tem permanecido elevada. Entre 1995 e 2010, o IPCA manteve-se abaixo de 5% em apenas quatro ocasiões (1998, 2006, 07 e 09), e sua média beirou os 7%. Eis claro indício de que a política monetária tem sido pouco eficaz: apesar da longa persistência dos juros em níveis exorbitantes, a inflação tem cedido pouco. (Modenesi e Modenesi, 2012)

Segundo descrito no relatório do próprio Banco Central, em setembro de 2002, “(...) o repasse cambial e as expectativas de inflação mais baixas são os principais fatores determinantes da queda da inflação entre 2002 e 2003”, e os dados confirmam: o comportamento das expectativas de inflação abaixou a inflação em 0,6 pontos percentuais no ano de 2003.

Gráfico 6 - IPCA acumulado – 2003 a 2016.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Contudo, nos últimos dois anos, 2015-2016, foi deflagrado um novo processo de alta inflacionária. A bibliografia a respeito deste fenômeno ainda é reduzida, contudo alguns estudos sugerem uma desancoragem das expectativas de inflação no Brasil ao longo dos últimos 4-5 anos, associada a uma gestão fiscal ruim que agravou antigas distorções e criou novos desequilíbrios fiscais para o país. Tal fato compromete o regime de metas de inflação uma vez que abala a credibilidade dos *policy makers*. (Thomé, 2017)

3. CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho, buscou-se não apenas analisar, mas também demonstrar a extrema importância entre a coordenação das políticas fiscais e monetária, e como um descompasso de uma pode acabar interferindo na eficácia da outra. Seguindo os pressupostos de Sargent e Wallace (1981), o trabalho propôs realizar uma análise teórica e estatística dos dados para a economia brasileira durante os anos de 2003 a 2016, utilizando-se para isso de algumas variáveis relevantes à discussão do tema propostos pelos principais estudos acerca do tema.

Por se analisar um longo período temporal (2003-2016) e sabendo que qualquer economia aberta está sujeita a ciclos econômicos (ora momentos de crise, ora momentos de crescimento), pode-se dividir este longo período analisado da economia brasileira em duas fases distintas. A primeira fase, denominada de “**fase de boom**”, abrange o período de 2003 a 2013, e recebe esse nome exatamente por representar o período de crescimento da economia brasileira, enquanto que a segunda fase, denominada de “**fase de crise**”, e que abrange o período de 2014 a 2016, recebe esta denominação por representar o período de crise da economia brasileira.

Ao se analisar a primeira fase, o presente trabalho vai de encontro com os resultados obtidos por Ferreira (2015), ou seja, também conclui que para este período (2003-2013), a economia brasileira atravessa um regime de dominância monetária. O motivo de tal conclusão é simples, pelo simples fato de ir de encontro com a própria definição de dominância monetária proposta por Sargent e Wallace (1981), que nos o seguinte: “a autoridade monetária dita o orçamento que será oferecido para a autoridade fiscal, seja para o presente seja para períodos subsequentes, ou seja, a autoridade fiscal assume um papel passivo e com os seus gastos restringidos pela função de demanda por títulos, sendo necessário gerar *superávits* primários compatíveis com a estabilização da relação DLPS/PIB, de uma forma que a autoridade monetária ativa não é forçada a monetizar a dívida pública, e sim manter sob controle o nível geral de preços.”

Além do mais, Ferreira (2015) realiza em seu trabalho os teste VAR estrutural e de causalidade Granger afim de observar possíveis relações entre as variáveis *superávit* primário e dívida pública. Ele chega à conclusão que de fato existe uma relação entre estas duas variáveis, ou seja, uma responde a variações na outra. E ao se analisar o dados da economia brasileira nesta primeira fase (fase de boom), pôde-se perceber que houve sim um comprometimento da autoridade fiscal com o nível de endividamento público, ou seja, a autoridade fiscal se

comprometeu com a estabilização da relação DLSP/PIB, já que a dívida brasileira manteve uma tendência a queda e o resultado primário foi superavitário no período analisado, portanto, os resultados vão de encontro com a definição proposta por Sargent e Wallace (1981) para dominância monetária.

Porém, ao se analisar a segunda fase (fase de crise), observa-se uma inversão dos resultados obtidos pelas variáveis, o que é natural, já que passamos de um período de crescimento econômico para um período de crise econômica. Nesta segunda fase, o presente trabalho vai de encontro com os resultados obtidos por Sousa e Dias (2016), porém com uma diferença. No trabalho de Sousa e Dias (2016), os autores concluem, que a economia brasileira atravessa um regime de dominância fiscal durante todo o período de 2001 a 2015, e o que o presente trabalho conclui é que o regime de dominância fiscal só é notado para o período 2014 a 2016.

Dito isto, Sousa e Dias (2016) se utilizam das definições dadas por Blanchard (2004) e Fávero e Giavazzi (2004) em que se considera um caso específico de dominância fiscal para a economia brasileira. Este caso específico se manifesta perante uma depreciação cambial causada por um aumento da taxa básica de juros, devido a uma maior percepção de risco de *default* frente às fragilidades das variáveis fiscais.

Exemplificando: Suponhamos que a dívida da economia brasileira esteja bastante elevada, e como medida de política monetária o governo resolva elevar as taxas de juros afim de controlar a inflação. Neste caso, os agentes econômicos poderão entender tal aumento como um possível risco de *default* da economia brasileira (visto a instabilidade que o país atravessa, e pelo histórico de *default* da nossa economia), com isto, eleva-se o prêmio de risco. Elevando-se o prêmio de risco, os investidores externos começarão a retirar seus investimentos do país, causando assim uma depreciação cambial. Um depreciação cambial por sua vez, eleva os gastos das empresas com maquinários importados, insumos importados, entre outros gastos dependentes da taxa de câmbio, sendo assim, os empresários irão repassar seus custos aos preços dos seus produtos, causando assim um aumento da expectativa de inflação futura. Ou seja, a política monetária neste caso, teve um efeito adverso ao esperado, pois, as variáveis fiscais interferiram nas decisões e na eficácia da autoridade monetária.

E ao se analisar os resultados obtidos, é exatamente isto que percebemos neste período (2014-2016), ou seja, se observa um aumento da taxa de juros, um aumento da relação DLSP/PIB, um aumento do risco país, uma depreciação cambial e uma elevação da inflação no período, ou seja, indo de encontro com a definição proposta por Blanchard (2004) e Fávero e

Giavazzi (2014), de que a economia brasileira atravessa nesta segunda fase, um regime de dominância fiscal.

Logo, os resultados obtidos pelo trabalho indicaram que a autoridade fiscal do país foi comprometida com a dinâmica da dívida pública por um longo período, ou seja, durante a “fase de boom” a autoridade fiscal teve a devida preocupação com a estabilização da relação DLSP/PIB, apresentando neste período um regime de dominância monetária. Já na segunda fase (“fase de crise”) percebemos uma mudança deste quadro, pois é a partir deste período que se nota um descontrole fiscal do governo fruto de um “relaxamento” da política fiscal, e é através disto que percebemos o seu impacto sob a atuação da política monetária, portanto nesta segunda fase, observa-se na economia brasileira um regime de dominância fiscal.

4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIAR, M. T. **Dominância fiscal e a regra de reação fiscal: uma análise empírica para o Brasil**. Tese de Doutorado apresentada à Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

ARAÚJO, J. M; BESSARIA, C. N. **Relações de dominância entre as políticas fiscal e monetária: uma análise para economia brasileira no período de 2003 a 2009**. Revista de Economia, v. 40, n. 1 (ano 38), p. 55-70, jan./abr. 2014. Disponível em: <<https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/30524/24247>> Acesso em dez 2018.

BACEN-2016. **Risco País**. Série: Perguntas Frequentes, Bacen, 2016. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2009-Risco%20Pa%C3%ADs.pdf>> Acesso em dez 2018.

BLANCHARD, O. “**Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil**”. NBER, WP10389, March 2004.

BRESSER-PEREIRA, L.C.; GOMES, C. **O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio**. Em: OREIRO, J.L.; PAULA, L.F.; SOBREIRA, R. Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira. FGV, Rio de Janeiro, p. 21-51, 2009.

CURADO, M; NASCIMENTO; G. M. **O Governo Dilma: da euforia ao desencanto**. Revista Paranaense de Desenvolvimento, v. 36, n. 128 (2015). Disponível em: <<http://www.ipardes.pr.gov.br/ojs/index.php/revistaparanaense/article/view/746>> Acesso em dez 2018.

DICKEY, D. A.; FULLER, W. A. **Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root**. Journal of the American Statistical Association (74), p. 427-431, 1979.

DWECK, E; TEIXEIRA, R. A. **A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica**. Texto para Discussão. Unicamp. IE, Campinas, n. 303, jun. 2017. Disponível

em: < <http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=3532&tp=a>> Acesso em jan 2019..

FAVERO, C. A.; F.GIAVAZZI, **Inflation Targeting And Debt: Lessons from Brazil**. National Bureau of Economic Research, 2004.

FERREIRA, L. A. M. **Dominância fiscal ou dominância monetária no brasil: uma análise do regime de metas de inflação**. Dissertação apresentada à Universidade Federal de Uberlândia, 2015.

GIAMBIAGI, F.; ALEM, A. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. 4.ed. rev. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GOMES, C; AIDAR, O. **Política Monetária no Brasil: Os Desafios do Regime de Metas de Inflação**. *Economia Ensaio*, 19, p.45-63, 2005

GOMES, C.; TERRA, F. H. B.; PIRES, M. C. C. **The Effects of Public Debt Management on Macroeconomic Equilibrium: An Analysis of the Brazilian Economy**. *Economia* (15), p. 174-188, 2014.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Carta de Conjuntura**, Brasília: Grupo de análise e previsões, mai. 2012. ISSN 1982-8772. Disponível em: <www.ipea.gov.br/default.jsp>. Acesso em: jan 2019.

SARGENT, T.J.; WALLACE, N. **Some Unpleasant Monetarist Arithmetic**. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review (5) n. 3, 1981.

LEAL, L. E. **As altas taxas de juros no brasil e o problema da indexação da dívida mobiliária fiscal**. Trabalho de conclusão de curso apresentada à Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2015.

LEEPER, E. M. Equilibria Under ‘Active’ and ‘Passive’ Monetary and Fiscal Policies. *Journal of Monetary Economics*, 27, p. 129-147, 1991.

MARQUES JUNIOR, K. Há Dominância Fiscal na Economia Brasileira? Uma Análise empírica para o período do governo Lula. Dissertação apresentada à Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2009.

MENDONÇA, H. F. **Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados**. Revista de Economia Política, vol. 27, nº 3 (107), pp. 431-451, julho-setembro/2007.

MODENESI, A.M; MODENESI, R. L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. Revista de Economia Política, vol. 32, nº 3 (128), pp. 389-411, julho-setembro/2012

PEDRAS, G. B. V. **História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais**. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de (Org.). Dívida pública: a experiência brasileira. Brasília, DF: Tesouro Nacional, 2009. p. 57-80.

SARGENT, T.J. “**Beyond Demand and Supply Curves in Macroeconomics**”. The American Economic Review (72), 1982.

SCHMIDT FILHO, R.; CURADO, M. L. (2009)“**Existe uma única forma de inserção internacional? Experiências de política econômica e cambial nos BRICs**”. Revista Econômia Ensaios, v. 23 n. 1 (2008). Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/issue/view/237>>.

SHETTINI, Bernardo Patta. A dinâmica recente do endividamento público e das despesas de juros. In: SANTOS, Cláudio Hamilton Matos dos; GOUVÊA, Raphael Rocha(Org.). Finanças públicas e macroeconomia no Brasil:um registro da reflexão do Ipea (2008-2014). Um Panorama Macroeconômico das Finanças Públicas 2004-2011. Brasília: Ipea, 2014.v. 2, cap. 6.

SOUSA, J. B. L.; DIAS, M. H. A. **Dominância fiscal e seus impactos na política monetária: uma avaliação para a economia brasileira.** ANPEC, 2016. Disponível em: https://www.anpec.org.br/sul/2016/submissao/files_I/i6fd7914e250fc2dc88d99cbf3e074ae93.pdf >. Acesso em jan 2019.

TEIXEIRA, R. A.; PINTO, E. C. **A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico.** Economia e Sociedade (21), 2012.

THOMÉ, H. C. Análise sobre a decomposição da inflação a partir da estabilização da moeda. Trabalho de conclusão de curso apresentada à Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2017.

VIANNA, R. D. A. **Dívida pública federal: análise da relação dlsp/pib, da composição e da maturidade e os impactos na sustentabilidade no período 2003-2015.** Trabalho de conclusão de curso apresentada à Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2016.