

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE  
PROGRAMA DE ESTUDOS PÓS-GRADUADOS EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação de Mestrado em Economia Política

**Interação entre as Políticas Fiscal e Monetária Brasileiras no  
Período pós-Plano Real. Uma Análise de Causalidade com  
Aplicação do Modelo VAR.**

**Mestrando:** Joanito Teixeira Machado

**Orientador:** Prof. Dr. Antônio Carlos de Moraes

SÃO PAULO  
2010

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

**JOANITO TEIXEIRA MACHADO**

**Interação entre as Políticas Fiscal e Monetária Brasileiras no  
Período pós-Plano Real. Uma Análise de Causalidade com  
Aplicação do Modelo VAR.**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob orientação do Prof. Dr. Antônio Carlos de Moraes.

**MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA  
PUC/SP  
SÃO PAULO  
2010**

**BANCA EXAMINADORA**

---

---

---

Aos meus pais, Oteliano José de Almeida Machado e Ilda Teixeira Machado, que, mesmo distantes, jamais deixaram de iluminar meu caminho com seu exemplo de dignidade e perseverança.

## AGRADECIMENTOS

Infelizmente, o espaço de algumas laudas é demasiado exíguo para registrar minha imensa gratidão para com todos aqueles que possibilitaram ou facilitaram a realização desta dissertação e do curso de mestrado de que é ela o coroamento. Por mais que agradeça, restará sempre um algo mais por agradecer e muitos a quem agradecer. Os nomes que seguem não são senão uma pequena amostra da legião de homens, mulheres e instituições que tem, ao longo de minha vida, guiado e sustentado meu caminhar.

Agradeço, em primeiro lugar, à Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, que me acolheu em suas salas de aula e me ensinou, mais que economia, um modo de (con)viver baseado no respeito, na tolerância e na boa vontade desmedidos. Levo da PUC-SP muito mais que conhecimentos registrados num título de mestre, levo uma inestimável lição de vida e desejo renovado de promover a justiça, a igualdade e a liberdade de pensamento e ação por onde quer que eu vá. Agradeço, do mesmo modo, à CAPES (Coordenadoria de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) que, ao me conceder, por dois anos, uma bolsa de estudos, possibilitou-me realizar a pesquisa cujos resultados agora seguem na forma desta dissertação.

Uma instituição de ensino e pesquisa, contudo, não é outra coisa senão os homens e mulheres que convivem nela e possibilitam seu funcionamento. Agradeço, assim, aos amigos e professores da PUC-SP, pela generosidade e paciência em ensinar Economia a um egresso da Sociologia, fechando os olhos às minhas muitas deficiências e exagerando minhas poucas qualidades. Registro, em especial, minha gratidão para com os amigos Richard Wilson Borrozine de Siqueira, Fernando Montrezol Rejani, Ronaldo Yasuki Matayoshi, Marcelo Eisenhower Farias e Gustavo Carvalho Tapia Lira. Nossa história em comum transbordou os limites da academia e espero sinceramente que transborde também o breve tempo de um mestrado. Registro ainda minha gratidão para com meus mestres: Laura Valadão, cuja crítica sincera tantas vezes me livrou de ingressar por veredas de pensamento estéril; Júlio Manuel Pires, que clarificou para mim os elos entre o presente e o passado de nossa história econômica; João Machado Borges Neto, que me apresentou uma visão de elegância inigualável acerca de Marx e Keynes e Maria Cristina Penido de Freitas, que me ensinou a riqueza do pensamento pós-keynesiano.

Devo deixar um registro especial de gratidão para com o professor Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho, pelo inestimável auxílio no estudo dos temas “economia do setor público” e “políticas econômicas brasileiras”, cruciais para a feitura desta dissertação.

Registro ainda minha gratidão para com a professora Rosa Maria Marques e para com os amigos participantes do grupo Pesquisa para o Desenvolvimento Humano (PDH). Aprendi com todos eles que a diversidade extrema, o convívio não apenas com o diferente, mas com a mais ampla pluralidade de diferenças, contrariando uma idéia hoje dominante na academia, tomada que tem sido esta pela vaga produtivista/concorrencial, não apenas não inviabiliza o rigor na produção científica, como ainda potencializa imensamente, com a energia dos vários pontos de vista, esta produção. Penso cá comigo se o que se vem experimentando neste grupo (PDH) não é o exercício da razão crítica dialógica a que se refere Habermas.

Agradeço, sobretudo, pela paciência e generosidade, ao professor Antônio Carlos de Moraes que, mais que um orientador, foi para mim um grande amigo. Não será, de modo algum, exagerado dizer que esta dissertação teria perdido muito em qualidade e originalidade tivesse sido outra minha orientação. Se há, nos argumentos e idéias aqui expressos algum acerto, são eles devidos, sobretudo, à orientação do professor Moraes. As muitas imprecisões e erros que certamente aqui seguem são todas elas a mim devidas.

Agradeço ainda às muitas pessoas que, sem lecionar, orientar ou pesquisar, contribuem para a construção da alma desta universidade. A Sônia, secretária do Programa de Economia Política da PUC-SP, que dispunha-se sempre a solucionar com dois ou três gestos simples problemas que se me apresentavam insolúveis; às senhoras da cantina, sempre dispostas a me ceder uma xícara do café destinado aos professores; aos seguranças que, pacientemente, me esperavam tragar o resto do último cigarro nas sacadas do prédio, vigilantes para que não houvesse outras testemunhas de minha transgressão da lei anti-fumo; aos guardas da entrada principal, aos quais, na correria e preocupações do dia-a-dia, raramente dispensei um cumprimento verbal e que, a despeito de meu comportamento estúpido, jamais deixaram de respondê-lo com a superioridade serena da gente do povo, que sabe que muito mais vale o homem que o tempo ou as idéias.

Agradeço, finalmente, à minha família. Aos meus nove irmãos que, sem qualquer fundamento, sempre me julgaram capaz de fazer muito mais do que me permite minhas limitadas

capacidades, generoso engano que me tem servido de acicate por toda a vida. Agradeço, sobretudo, aos meus pais, Ilda Teixeira Machado e Oteliano José de Almeida Machado que, trabalhando arduamente a terra no campo ou as máquinas na cidade, escreveram, com dignidade e paciência sobre-humanas, sua própria história e lançaram as bases para que eu e meus irmãos pudéssemos escrever as nossas. Jamais me esqueço de que em cada traço de minha escrita há o suor deste homem e desta mulher analfabetos, cujas sabedoria e grandeza jamais alcançarei.

Se quer seguir-me, narro-lhe; não uma aventura, mas experiência, a que me induziram, alternadamente, séries de raciocínios e intuições. (João Guimarães Rosa. O Espelho. In: Primeiras Estórias)

JOANITO TEIXEIRA MACHADO

## **Interação entre as Políticas Fiscal e Monetária Brasileiras no período pós-Plano Real. Uma Análise de Causalidade com Aplicação do Modelo VAR.**

### **RESUMO**

Este estudo consiste numa análise das relações de causalidade existentes entre algumas das principais variáveis de políticas fiscal e monetária brasileiras no período pós-Plano Real (1995-2008), concentrando-se na identificação dos impactos que cada uma das variáveis exerceu sobre a determinação da trajetória temporal das demais. Buscou-se, inicialmente, sistematizar o debate teórico travado acerca do tema em torno de dois eixos divergentes, quais sejam, i) o que aceita a hipótese da dominância fiscal e identifica no manejo de uma política fiscal supostamente expansionista o principal determinante da natureza persistentemente contracionista da política monetária durante o período; e ii) o que rejeita esta hipótese, identificando, ao contrário, no manejo da política monetária contracionista e da política cambial marcada pela persistente sobrevalorização da moeda nacional bem como na peculiar inserção internacional do país, dada ao longo das últimas duas décadas, os principais determinantes do persistente desequilíbrio fiscal do setor público. O estudo inclui ainda uma análise econométrica de séries temporais referentes às políticas fiscal, monetária e cambial, para o período de janeiro de 1995 a dezembro de 2008, baseada na aplicação do modelo de Vetores Auto-Regressivos (VAR) e no teste de causalidade de Granger.

**Palavras-chave:** Política fiscal, Política monetária, Política Cambial, Dominância Fiscal, Dominância Monetária.

## ABSTRACT

This study consists in the analyses of the relations of causality among some of the main variables of Brazilian fiscal and monetary policies in the period post-Plano Real (1995-2008). The study was concentrated in the identification of the impacts of each one of the variables over the determination of the temporal path of each another. Initially, the work systematizes the theorist debate about the subject in two divergent axes: i) The hypothesis of fiscal dominance, that identifies the main determinants of the persistent contractionist monetary policy in the expansionist fiscal policy. ii) An alternative hypothesis that identifies the main determinants of the fiscal disequilibrium of the public sector in Brazil in the contractionist monetary policy, in the persistent overvaluation of the Real and in the strategy of international insertion of the country in the last two decades. Even, the study presents an econometric analyses of temporal series about fiscal policy, monetary policy and exchange rate policy in Brazil in the period of January/1995-December/2008. The econometric analyses consists in the application of the Vector Autorregressive Model (VAR) and of the Granger Causality Test.

**Key-words:** Fiscal policy, Monetary policy, Exchange rate policy, Fiscal dominance, Monetary dominance.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1.1: Transações correntes – 1979/1990.....	22
Gráfico 1.2. Reservas internacionais – 1985/1994.....	24
Gráfico 1.3. Taxa de câmbio (jan/1994-dez/1999).....	27
Gráfico 1.4. Balanço de pagamentos – 1991-2000.....	28
Gráfico 1.5. Reservas internacionais – 1991-2000.....	29
Gráfico 1.6. Dívida pública – (1996-2007).....	30
Gráfico 1.7. Resultado orçamentário do setor público (1995-2008).....	31
Gráfico 1.8. Taxa básica de juros (1995-2008).....	32
Gráfico 1.9. Países selecionados: Taxas reais de juros curto prazo (Média 1996-2002).....	33
Gráfico 3.1. Execução financeira do Tesouro Nacional – Despesas - % PIB (1997/2008).....	63
Gráfico 3.2. Execução financeira do Tesouro Nacional – Despesas - % Despesa (1997/2008).....	64
Figura 4.1.1: Funções de Resposta aos Impulsos (DSELIC, DIPCA, DTCR, DNFSPOPE, DNFSPPRI, DDIVINT, DDIVEXT).....	84
Figura 4.1.2: Funções de Resposta a Impulsos (DNFSPOPE).....	85
Figura 4.1.3: Funções de Resposta a Impulsos (DDIVINT e DDIVEXT).....	85
Figura 4.2.1: Funções de Resposta aos Impulsos (DSELIC, DIPCA, DTCR, DNFSPOPE, DNFSPPRI, DDIVINT, DDIVEXT).....	92
Figura 4.2.2: Funções de Resposta aos Impulsos (DNFSPOPE).....	93
Figura 4.2.3: Funções de Resposta aos Impulsos (DDIVINT e DDIVEXT).....	93

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1.1. Tarifas de importação (%) – 1988/1997.....	25
Tabela 3.1. Necessidade de Financiamento do Setor Público - % PIB (1998/2008).....	65
Tabela 3.2. Evolução da DLSP – Fatores condicionantes (% PIB) (1996-2008).....	66
Tabela 4.1: Teste de quebra estrutural – Teste de Chow Breakpoint e Teste de Chow Forecast (1995:01 – 2008:12).....	79
Tabela 4.1.1: Teste de raiz unitária – ADF (1995:01 – 1998:12).....	79
Tabela 4.1.2: Seleção do melhor modelo para a estimação do VAR (DSELIC, DIPCA, DTCR, DNFSOPE, DNFSPPRI, DDIVINT, DIVEXT).....	80
Tabela 4.1.3: Análise de decomposição de variância (DSELIC, DIPCA, DTCR, DNFSOPE, DNFSPPRI, DDIVINT, DDIVEXT).....	81
Tabela 4.1.4: Testes de Causalidade de Granger (uma defasagem).....	87
Tabela 4.2.1: Teste de raiz unitária – ADF (1999:04 – 2008:12).....	88
Tabela 4.2.2: Seleção do melhor modelo para a estimação do VAR (DSELIC, DIPCA, DTCR, DNFSOPE, DNFSPPRI, DDIVINT, DDIVEXT).....	89
Tabela 4.2.3: Análise de decomposição de variância (DSELIC, DIPCA, DTCR, DNFSOPE, DNFSPPRI, DDIVINT, DDIVEXT).....	90
Tabela 4.2.4: Testes de Causalidade de Granger (uma defasagem).....	94

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

VAR	Vetores Auto-Regressivos
II PND	Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento
URV	Unidade Real de Valor
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
PIB	Produto Interno Bruto
DPMF	Dívida Pública Mobiliária Federal
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IDE	Investimento Direto Estrangeiro
TFNP	Teoria Fiscal do Nível de Preços
BCB	Banco Central do Brasil
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
PROER	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeira Nacional
PROES	Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária
DCU	Despesa Corrente da União
TCR	Taxa de Câmbio Real
NFSP	Necessidade de Financiamento do Setor Público (% PIB)
NFSPOPE	Necessidade de Financiamento do Setor Público – Conceito Operacional (% PIB)
NFSPPRI	Necessidade de Financiamento do Setor Público – Conceito Primário (% PIB)
DIVINT	Dívida Pública Interna (% PIB)
DIVEXT	Dívida Pública Externa (% PIB)

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>15</b>
<b>1. O PLANO REAL: ESTABILIZAÇÃO MONETÁRIA E INSTABILIDADE MACROECONÔMICA.....</b>	<b>18</b>
1.1. O Plano Real.....	25
1.2. A Matriz neoliberal do Plano Real.....	36
<b>2. O DESEQUILÍBRIO FISCAL DO SETOR PÚBLICO COMO DETERMINANTE DA POLÍTICA MONETÁRIA RESTRITIVA – A HIPÓTESE DA DOMINÂNCIA FISCAL.....</b>	<b>41</b>
2.1. Visão tradicional.....	43
2.2. Teoria fiscal do nível de preços (TFNP).....	47
2.3. Dívida pública e dominância fiscal em economias abertas.....	52
2.4. Política fiscal, política monetária e inconversibilidade da moeda nacional.....	53
<b>3. A POLÍTICA MONETÁRIA RESTRITIVA COMO DETERMINANTE DO DESEQUILÍBRIO FISCAL DO SETOR PÚBLICO - UMA VISÃO ALTERNATIVA.....</b>	<b>59</b>
3. 1. Uma interpretação heterodoxa do Plano Real.....	67
<b>4. ANÁLISE EMPÍRICA.....</b>	<b>77</b>
4.1. Período janeiro/1995-dezembro/1998.....	79
4.2. Período abril/1999-dezembro/2008.....	88
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>98</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>100</b>

## INTRODUÇÃO

No Brasil, desde o equacionamento do processo hiperinflacionário em meados dos anos 1990, as baixas taxas de crescimento econômico e o persistente desequilíbrio fiscal do setor público, expresso seja em elevados déficits orçamentários operacionais seja num crescente nível de endividamento público, passaram a ocupar lugar de destaque tanto no debate teórico em macroeconomia quanto na gestão da política macroeconômica. Se desde o início dos anos 1980 até meados dos anos 1990 os esforços de macroeconomistas e de gestores da política econômica estiveram concentrados na debelação do processo inflacionário, a partir da implementação do Plano Real, em 1994, estes esforços se concentraram na busca por se alcançar, em ambiente de estabilidade do nível de preços, taxas mais elevadas de crescimento econômico combinadas com equilíbrio orçamentário e patrimonial do setor público.

Ao contrário do que foi crença generalizada quando da implementação do Plano Real, o controle do processo inflacionário não se constituiu em pressuposto suficiente à retomada do crescimento econômico às taxas alcançadas no pós-Segunda Guerra Mundial; antes, pareceu-se instituir, com o plano, um *trade-off* perverso entre inflação e desemprego. Perverso, porque estabelecido num nível de desemprego extremamente elevado e rígido, algo como uma Curva de Phillips quase vertical e deslocada à direita do eixo do desemprego. O nó górdio a que chegou o Plano Real, e que sobreviveu a ele, tem inviabilizado a coexistência das taxas de inflação almejadas pelo Banco Central, com os níveis de emprego condizentes com as necessidades da sociedade brasileira, ao mesmo tempo em que eleva constante e aceleradamente o estoque da dívida pública e realimenta o desequilíbrio fiscal do setor público (CARVALHO, 2001). Estreitamente relacionado tanto ao baixo crescimento econômico quanto à deterioração fiscal do setor público, encontra-se a política monetária fortemente restritiva praticada no período, com taxas básicas de juros das mais elevadas do mundo.

Dois grupos de economistas têm se destacado na análise desta questão. O primeiro, de matriz ortodoxa, assume a hipótese da dominância fiscal para focar o setor público, mais especificamente a política fiscal, como fator de desequilíbrio interno e externo (BLANCHARD, 2004; GIAMBIAGI, 2005; GIAMBIAGI, 2007; MENDES, 2006; VELLOSO, 2006; dentre outros). O segundo, de matriz heterodoxa, rejeita a hipótese da dominância fiscal para assumir uma tese alternativa e focalizar a natureza restritiva da política monetária bem como a singular

inserção da economia brasileira na economia mundial, via liberalização comercial e financeira, para explicar os baixos níveis de crescimento em ambiente de estabilidade monetária e a impossibilidade de se deter a taxa de endividamento do setor público (BRESSER-PEREIRA, 2007; CARVALHO, 2001, 2007; FARHI, 2006; GARCIA, 2008; LOPREATO, 2006; SAYAD, 2005; dentre outros). O que de fato nos interessa neste debate é o modo como cada corrente teórica aborda a relação entre as políticas monetária e fiscal brasileiras no conjunto da política econômica inaugurada com o Plano Real e preservada, em sua essência, até os dias de hoje, e a maneira como aquelas políticas se condicionam reciprocamente.

O trabalho parte, no primeiro capítulo, de uma breve apresentação do Plano Real em seus pontos principais bem como de seus principais condicionantes internos e externos. Busca-se aqui situar o plano no espectro mais amplo de um modelo neoliberal de desenvolvimento. Enfatiza-se os impactos adversos da estratégia de estabilização monetária adotada, baseada em elevadas taxas de juros e em sobrevalorização cambial, sobre o setor externo da economia e sobre as contas públicas. Busca-se evidenciar que a política monetária restritiva e os acentuados desequilíbrios das contas públicas e externas, mais que conseqüências não pretendidas e residuais, constituem-se em desdobramentos necessários desta estratégia.

O segundo capítulo apresenta a visão defendida pelos proponentes da hipótese da dominância fiscal em suas três variantes; a visão tradicional, a Teoria Fiscal do Nível de Preços e a hipótese de dominância fiscal em economias abertas, defendida por Blanchard (2004); para os quais, ressaltados os matizes de interpretações que singularizam cada variante, a política fiscal supostamente expansionista, expressa em elevados e persistentes déficits orçamentários primários, se constituiria no principal determinante das elevadas taxas de juros praticadas no período em análise.

O terceiro capítulo apresenta uma interpretação alternativa à visão da hipótese da dominância fiscal. Desde uma perspectiva heterodoxa – pós-keynesiana e/ou marxista -, os autores proponentes desta visão identificam no próprio modelo de desenvolvimento neoliberal de desenvolvimento, fundado numa peculiar inserção internacional do país, e na centralidade que adquiriu o capital financeiro neste novo modelo, os principais determinantes tanto das elevadas taxas de juros praticadas no período quanto do persistente e crescente desequilíbrio orçamentário e patrimonial do setor público.

O quarto capítulo traz uma análise econométrica de séries temporais de algumas das principais variáveis de políticas fiscal, monetária e cambial brasileiras para o período em análise. A análise econométrica se deu pela aplicação do modelo de Vetores Auto-Regressivos (VAR) e do Teste de Causalidade de Granger.

O trabalho se encerra com um breve capítulo de considerações finais.

## 1. O PLANO REAL: ESTABILIZAÇÃO MONETÁRIA E INSTABILIDADE MACROECONÔMICA.

Instituído em fins de 1993, o Plano Real é o último de uma seqüência de planos de estabilização monetária iniciada em 1986 com o Plano Cruzado e integrada ainda pelos planos Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991)<sup>1</sup>. Esta seqüência de planos foi motivada, fundamentalmente, pela tentativa de se debelar o processo inflacionário iniciado em fins da década de 1970, como repercussão interna dos choques externos no preço do petróleo e na taxa básica de juros norte-americana ocorridos, ambos, no ano de 1979 (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002; FILGUEIRAS, 2000).

A combinação daqueles dois choques exógenos – acentuada elevação dos preços do petróleo e da taxa básica de juros norte-americana, tendo esta última forçado a elevação de toda a estrutura internacional de taxas de juros – com o elevado nível de endividamento externo do país, ao mesmo tempo em que fez elevar-se o *déficit* em transações correntes – dada a significativa participação do petróleo e seus derivados na pauta de importações brasileira de então e a elevação das remessas de rendas a título de remuneração da dívida externa – e, conseqüentemente, o passivo externo líquido brasileiro; estancou também os fluxos internacionais de capitais autônomos para os países da periferia, dentre os quais, o Brasil. Em conseqüência disto, interrompeu-se o padrão de crescimento econômico com relativa estabilidade do nível de preços que vigera no país desde o início dos anos 1970, na seqüência do primeiro choque do petróleo, padrão este que se fundara, predominantemente, no financiamento do investimento interno com capitais externos contraídos, em sua maioria, sob contratos remunerados a taxas de juros flutuantes (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002).

Criava-se, assim, uma situação de desequilíbrio externo de longa duração, a qual viria se refletir, via desvalorização cambial e elevação dos preços externos vis-a-vis os preços da produção doméstica, num choque inflacionário que elevaria para novos patamares o nível de preços internos (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002). As medidas iniciais de equacionamento tanto

---

<sup>1</sup> Acerca da concepção e implementação dos planos heterodoxos de estabilização anteriores ao Plano Real, ver MODIANO (1990), FILGUEIRAS (2000) e PAULANI et al. (1987). Para um estudo do ambiente internacional e seus impactos sobre o ambiente interno quando da implementação dos planos heterodoxos, ver CARNEIRO (2002).

do desequilíbrio externo quanto de seus impactos sobre o nível de preços internos, consistindo basicamente em duas maxidesvalorizações cambiais, na concessão de incentivos fiscais às exportações e na pré-indexação monetária e cambial dos contratos, agravaram os problemas que pretendeu equacionar, por intermédio da intensificação da especulação com estoques e ativos financeiros e da intensificação do mecanismo da inércia inflacionária,

Adicionalmente, a combinação dos choques externos com os efeitos não visados das políticas adotadas induziu a uma progressiva deterioração fiscal do setor público. Enquanto as maxidesvalorizações cambiais fizeram elevar fortemente, em moeda nacional, o estoque da dívida pública denominada em dólar, e os incentivos fiscais às exportações e a queda na arrecadação provocada pela recessão econômica elevaram o déficit orçamentário do governo, a necessidade de se financiar os novos déficits e refinar a rolagem da dívida em ambiente de virtual desaparecimento da liquidez internacional levaram o setor público brasileiro a acelerar a captação de poupança interna e de divisas dos exportadores com a colocação de títulos da dívida pública indexados à inflação e ao câmbio, com prazos cada vez mais curtos e taxas de juros cada vez mais elevadas. Importante notar que após o processo de estatização da dívida externa brasileira, ocorrido durante a segunda metade dos anos 1970, a quase totalidade desta dívida, quando da eclosão da crise de liquidez internacional, era de titularidade do setor público, o que certamente veio potencializar os impactos da crise externa sobre as contas públicas, o câmbio e, conseqüentemente, o nível de preços interno.

Para Belluzzo e Almeida (2002), este processo consistiu de fato numa cisão da moeda nacional enquanto unidade de suas três funções clássicas (unidade de conta, meio de troca e reserva de valor). Enquanto o forte encurtamento do horizonte temporal das decisões de preços, provocado pela aceleração inflacionária, teria induzido rapidamente ao desaparecimento quase completo dos contratos firmados em termos nominais, restringindo consideravelmente a função unidade de conta da moeda, a oferta, em rápido crescimento, de títulos da dívida pública, de curtíssimo prazo e indexados às taxas de inflação e câmbio, fez com que o Cruzeiro fosse praticamente substituído, em sua função de reserva de valor, pela moeda indexada. Diferente de casos de dolarização *de facto*, como o caso argentino, em que a moeda nacional foi abandonada também enquanto meio de troca, a moeda brasileira preservou, graças à generalização e

aprofundamento dos mecanismos de indexação e pela emissão da moeda indexada, esta última função.

Criava-se, assim, a partir dos choques exógenos de 1979, um quadro de graves desequilíbrios externo e interno de longa duração, que dominaria toda a década de 1980 e se estenderia até meados dos anos 1990, quando da instituição do Plano Real.

A despeito das questões dos desequilíbrios interno (aceleração inflacionária e deterioração fiscal e patrimonial do setor público) e externo (déficit global do balanço de pagamentos) estarem estreitamente relacionadas ao longo de todo este período de década e meia que vai dos choques externos à instituição do Plano Real, desde o início, as diversas medidas econômicas nele implementadas privilegiaram, explícita ou implicitamente, ora o enfrentamento de uma, ora o enfrentamento de outra (FILGUEIRAS, 2000). De 1979 a 1985, com a adoção de políticas de feição mais ou menos ortodoxas e voltadas basicamente ao estímulo às exportações e desestímulo às importações, enfatizou-se claramente o equacionamento do desequilíbrio das contas externas. De 1986 a 1993, o período dos planos heterodoxos de estabilização, a política econômica é quase toda ela voltada ao combate do processo inflacionário.

No contexto de então, não poderia ser diferente esta relação de exclusão entre equilíbrio externo e equilíbrio interno. A combinação do virtual desaparecimento da liquidez internacional com a forte elevação das exigibilidades externas, bem como seus impactos internos numa economia periférica altamente endividada criou a impossibilidade de se conciliar o enfrentamento do desequilíbrio das contas externas com o enfrentamento do processo inflacionário e do desequilíbrio fiscal do setor público (CARNEIRO, 2002; SALAMA, 1998). Esta restrição levou a que políticas de equilíbrio das contas externas, baseadas em maxidesvalorizações cambiais e em estímulos fiscais às exportações, as quais, somadas à absorção interna não suficientemente reprimida, resultassem em desequilíbrio entre níveis de oferta e de absorção internas, impactando sob a forma de pressões altistas o nível de preços. Por outro lado, políticas de estabilização do nível de preços, assentadas em maior ou menor medida em diagnósticos inercialistas do processo inflacionário, induziram, com exceção dos Planos Bresser, Collor I e Collor II, a uma elevação transitória da renda real do assalariado - que não contava com mecanismos de defesa de sua renda real contra o processo inflacionário -, elevando, conseqüentemente, os níveis de absorção interna e agravando o desequilíbrio da balança comercial e das transações correntes. Adicionalmente,

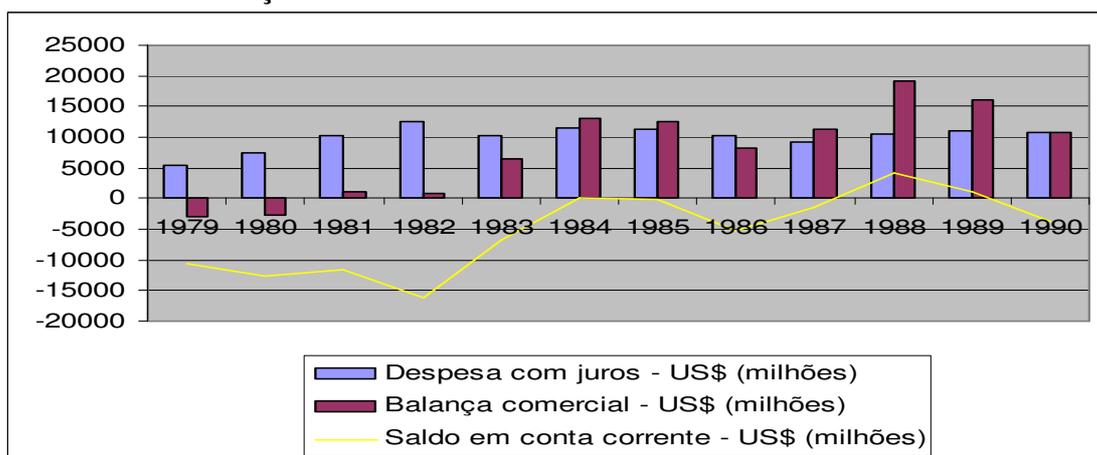
frente ao estancamento dos fluxos autônomos de capitais externos, restaram, praticamente como únicas possibilidades de financiamento do setor público e rolagem de sua dívida externa, a emissão monetária e a colocação de títulos da dívida pública indexados à inflação e ao câmbio, com prazos de vencimento cada vez mais curtos e remunerados a taxas de juros crescentes. Tratava-se, portanto, de um mecanismo de financiamento de curtíssimo prazo, logo reduzido ao mercado *overnight*, que, a despeito de possibilitar a rolagem imediata da dívida, contribuía para sua acentuada elevação já no curto prazo e para realimentar o processo inflacionário via inércia e deterioração das expectativas dos agentes quanto ao financiamento futuro. Aprofundava-se, assim, no financiamento do setor público brasileiro, o esquema Ponzi em que se ingressara já em fins dos anos 1970 (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002). De acordo com Lopreato;

A crise externa, no caso brasileiro, comprometeu o padrão de financiamento do setor público implementado desde as *Reformas de 1964* e desencadeou a aceleração inflacionária característica da América Latina nos anos 1980. O colapso do financiamento externo forçou a geração de megassuperávits comerciais e elevou as necessidades de financiamento do setor público para cobrir o seu passivo externo. Criaram-se, então, condições particulares de inter-relação entre as políticas cambial, fiscal e monetária: a obrigatoriedade de sustentar o financiamento do balanço de pagamentos implicou a adoção de uma política cambial ativa. A desvalorização cambial ampliava os encargos financeiros dos passivos denominados em dólares e ampliava a crise fiscal. Além disso, impunha estreitos limites ao controle da política monetária, pois, sem obter os recursos (em moeda local) exigidos no pagamento do passivo externo, o setor público dependia da colocação de títulos e da expansão da base monetária. A colocação da dívida mobiliária, por sua vez, dependia da atratividade da moeda indexada, baseada na confiabilidade e liquidez dos títulos, bem como no valor dos juros exigidos na valorização do capital privado (LOPREATO, 2002, pp. 283/284).

Conforme se verifica do Gráfico 1.1, o problema do equilíbrio das contas externas foi, em boa medida equacionado já na primeira metade da década de 1980. A forte elevação dos saldos da balança comercial a partir de 1983, possibilitada tanto pela elevação das exportações de produtos originados basicamente das plantas construídas durante o II PND (CASTRO & SOUZA, 2004), quanto pela redução das importações, induzida pela recessão econômica do início da década e pela conseqüente contenção do nível de absorção interna (CARNEIRO, 2002), somou-se à estabilização das remessas de rendas a título de remuneração da dívida externa, a partir de meados da década, possibilitada pela renegociação da dívida no escopo do Plano Brady, reduzindo substancialmente o desequilíbrio do balanço de pagamentos em transações correntes e

a necessidade de financiamento externo. Se, de 1979 a 1982, a constante e acelerada elevação das despesas com juros, combinada com os déficits ou inexpressivos superávits da balança comercial, levaram a uma deterioração do saldo, já negativo, do Balanço de Pagamentos em Conta Corrente, da ordem de US\$ 6 bilhões; já em 1983 verifica-se uma significativa redução da despesa com juros bem como uma elevação do saldo da Balança Comercial da ordem de US\$ 5 bilhões, reduzindo em cerca de 2/3 o déficit em conta corrente. Esta tendência persistiria ao longo dos anos de 1984 e 1985, sendo que a partir deste último ano, assume uma trajetória oscilante sem, contudo, afastar-se, em média, do equilíbrio (Gráfico 1.1). Segundo Belluzzo & Almeida (2002), contudo, o equilíbrio relativamente rápido das contas externas teria exprimido, em boa medida, a estratégia adotada de re-equilíbrio patrimonial do setor privado.

**Gráfico 1.1: Transações correntes – 1979/1990.**



Fonte: Banco Central do Brasil - Boletim/Balanço de Pagamentos ([www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br) – acessado em 15/09/2009).

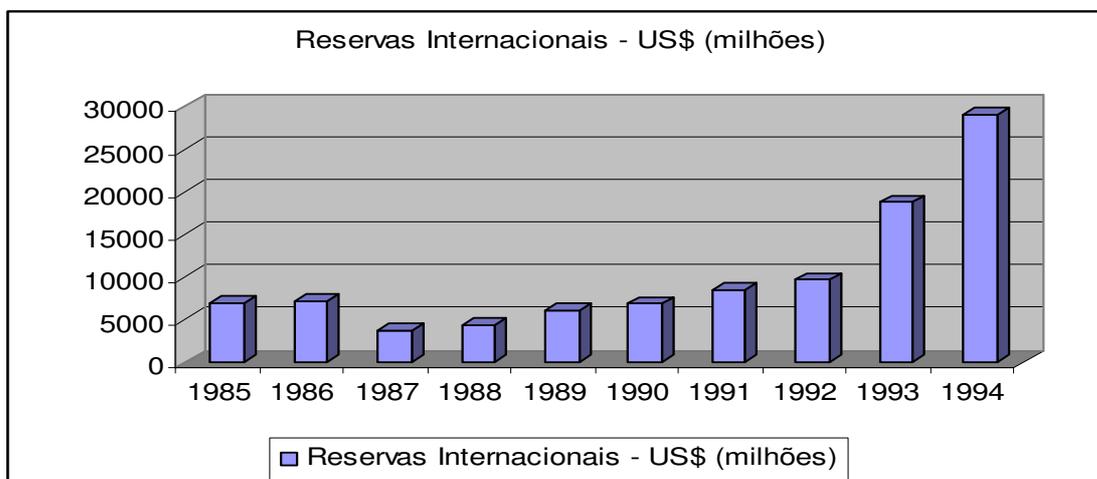
Para Belluzzo & Almeida (2002), ao absorver por diversas vias, em seu próprio patrimônio o desequilíbrio patrimonial do setor privado, o setor público atuou de fato, no início da crise, como “devedor de última instância”, o que, se por um lado, impediu o colapso das estruturas produtivas e de financiamento, as quais poderiam ser completamente desorganizadas pela incerteza advinda de uma generalização de estruturas de refinanciamento de tipo Ponzi, por outro, ampliou o descontrole fiscal do próprio setor público, no que se refere tanto ao seu orçamento quanto ao seu estoque de dívida, agravando as condições para o colapso monetário e

para o processo de aceleração inflacionária que marcaria o restante da década. Importante notar que, desde a perspectiva pós-keynesiana que assumem, os autores apreendem o processo de aceleração inflacionária enquanto expressão de uma progressiva perda de confiança na soberania monetária do Estado, vale dizer, enquanto expressão da desorganização do consenso social em que se funda a aceitação generalizada da moeda estatal enquanto unidade de suas três funções clássicas: padrão de preços, meio de circulação e reserva de valor.

Adicionalmente, a generalização de mecanismos de indexação, com destaque para a intensificação da emissão de títulos da dívida pública com cláusulas de correção cambial e monetária a prazos cada vez mais curtos, a despeito de permitir a preservação da moeda nacional como meio de troca num ambiente de forte aceleração inflacionária e evitar a completa dolarização da economia, viria perpetuar a tendência inercial da dinâmica inflacionária. Fragilidade da posição externa, acentuado agravamento do desequilíbrio fiscal e patrimonial do setor público e generalização de mecanismos de indexação, com o conseqüente fortalecimento do mecanismo de propagação inercial do processo inflacionário seriam, assim, obstáculos com os quais as políticas antiinflacionárias viriam se deparar ao longo de toda a década de 1980 e primeiros anos da década de 1990, tendo sido decisivos para o fracasso, um após outro, de todos os planos de estabilização, desde o Plano Cruzado até o Plano Collor II, inclusive (MODIANO, 1990).

É bem diverso o contexto em que surge o Plano Real. A elevação da liquidez internacional, já em fins dos anos 1980 e o retorno ao Brasil, dos fluxos autônomos de capitais externos, somados à elevação dos saldos da balança comercial e seus impactos sobre a redução do déficit em conta corrente, possibilitaram ao país acumular substanciais reservas internacionais nos primeiros anos da década de 1990 (Gráfico 1.2). A despeito de seus resultados recessivos sobre os níveis de emprego e renda, a política econômica do Governo Collor, por sua vez, legou ao seu sucessor um setor público em condições bastante favoráveis, apresentando superávits primário e operacional e baixo nível de endividamento (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002).

**Gráfico 1.2. Reservas internacionais – 1985/1994.**



Fonte: Banco Central do Brasil - Boletim/Balanco de Pagamentos ([www.Ipeadata.gov.br](http://www.Ipeadata.gov.br) – acessado em 15/09/2009).

Adicionalmente, a abertura comercial, iniciada timidamente já no Governo Sarney (1985-1990) e aprofundada durante os governos subsequentes (Fernando Collor de Melo – 1990/1992, Itamar Franco – 1992/1993, Fernando Henrique Cardoso – 1994/2001), mediante a rápida redução da alíquota média de importação (Tabela 1.1), expôs a indústria nacional com a herança de baixo desenvolvimento técnico e gerencial e baixa competitividade que lhe legara a instável e recessiva década de 1980, à concorrência de uma produção externa de economias que ou vinham de completar o terceiro ciclo da revolução industrial, com todo o elevado ganho de produtividade que isto implicara (com destaque para EUA, Zona do Euro e Japão/Coreia), ou contavam com custos de mão-de-obra extremamente reduzidos, dada a elevada elasticidade da oferta de mão-de-obra, bem como a precariedade institucional de seus mercados de trabalho (com destaque para os países do sudeste asiático de industrialização mais recente). Esta inserção comercial, extremamente desigual, implementada a toque de caixa e sem qualquer planejamento industrial, impôs à indústria nacional, no curto período de alguns anos, um novo vetor de preços de seus produtos finais que, a despeito de muitas vezes sequer cobrir seus custos de produção, limitou fortemente sua capacidade de repassar para o consumidor final os impactos de choques de oferta adversos, enfraquecendo um importante componente do mecanismo da inércia inflacionária.

**Tabela 1.1. Tarifas de importação (%) – 1988/1997.**

Tarifas de Importação (em %)										
ANO	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
MÉDIA*	45,0	41,0	32,2	25,3	21,2	17,1	14,2	*	13,6	13,8

Fonte: Silber (2009).

\* Média simples.

As transformações no cenário econômico externo, com a elevação da liquidez internacional, bem como o modo como se deu a inserção do Brasil neste novo contexto, via abertura comercial e financeira, criaram condições com que não contaram os planos de estabilização anteriores, para que o Plano Real pudesse implementar o enfrentamento do processo inflacionário sem ter que se deparar com a restrição do balanço de pagamentos. Ao contrário, o estado extremamente confortável das contas externas se constituiu em condição *sine qua non* para o sucesso do plano. A abertura comercial e financeira combinada com a elevada liquidez internacional lançariam as bases do que viria se constituir na âncora cambial, peça fundamental do Plano Real na contenção da evolução do nível de preços até o ano de 1999.

### 1.1. O Plano Real

Ao partir de um diagnóstico inercialista da inflação brasileira, o Plano Real, instituído em fins de 1993, consistiu basicamente na tentativa de se romper com o componente inercial do processo inflacionário e de se eliminar eventuais choques exógenos adversos de oferta ou de demanda, ou conter seus impactos sobre o nível de preços internos (BACHA, 1998).

A ruptura da inércia foi alcançada, ao contrário do que se dera nas experiências de planos heterodoxos anteriores (Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão, Planos Collor I e II), também de diagnóstico inercialista, mas que privilegiaram a proposta do “choque heterodoxo”, de Lopes (1986), pela introdução da “moeda indexada”, proposta por Arida & Resende (1985). O recurso à moeda indexada consistiu no isolamento da função unidade de conta da moeda num índice denominado Unidade Real de Valor (URV), o qual teve como função principal promover o realinhamento dos preços relativos, de modo a evitar redistribuições não pretendidas de renda. Estas, em realimentando o conflito distributivo, precedente ao plano, poderiam transferir para

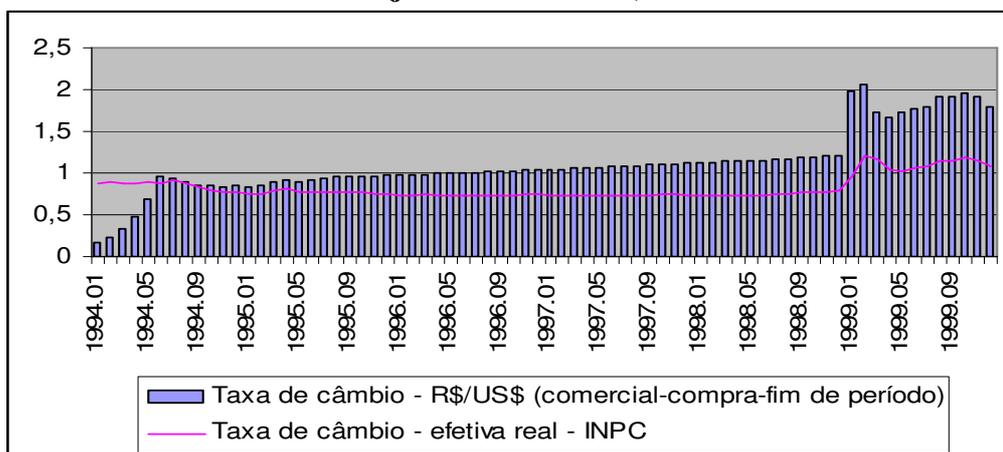
períodos futuros um poderoso estímulo à indexação, o que poderia pôr em risco toda a execução do plano (BACHA, 1998).

Segundo Santos (2004), a estratégia de estabilização adotada pelo Plano Real consistiu basicamente na combinação das três grandes “âncoras” - cambial, monetária e fiscal – na contenção da trajetória temporal do nível de preços. No período que vai da implementação do plano até o ano de 1998, teria havido a preeminência da ancoragem cambial do nível de preços. Desde então, a estratégia de estabilização teria tido na âncora monetária seu principal instrumento. Ao longo de todo o período - ancoragem cambial (1994-1998) e ancoragem monetária (desde 1999) - a política fiscal teria atuado absorvendo os custos da ancoragem cambial e monetária do nível de preços. Durante o período de ancoragem cambial, esta absorção deu-se fundamentalmente via elevação da dívida pública, com o concomitante afrouxamento dos resultados fiscais tanto no conceito primário quanto no operacional. Durante o período de ancoragem monetária, no qual o regime de metas de inflação ocupou lugar central na política de estabilização monetária, a absorção dos custos da ancoragem deu-se fundamentalmente pela geração de elevados fluxos de superávit primário, os quais, a despeito de não terem sido suficientes para eliminar dos déficits operacionais, reduziram significativamente seus saldos negativos e imprimiram uma trajetória relativamente estável ao nível de endividamento do setor público.

A ancoragem cambial do nível de preços, cujo início coincidiu com o início do próprio Plano Real, consistiu basicamente na acentuada valorização da nova moeda, o Real, frente às principais moedas internacionais, e na manutenção, até dezembro de 1998, de uma taxa de câmbio quase fixa (*crawling peg*) em relação ao Dólar estadunidense. Pretendeu-se, com isto, erigir a confiança na nova moeda nacional por meio da garantia de seu valor externo (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002). Pelo Gráfico 1.3, percebe-se que, desde sua instituição até janeiro de 1995, o Real seguiu uma trajetória de ininterrupta valorização frente ao Dólar, sofrendo, a partir de então e até dezembro de 1998, com a adoção da política de câmbio flutuante dentro de minibandas cambiais (*crawling peg*), uma pequena desvalorização, sustentando, contudo, uma taxa de câmbio média significativamente valorizada (1,05 Reais por Dólar). Somente em janeiro de 1999, com o fim da ancoragem cambial e o intenso ataque especulativo desencadeado contra o Real, que se seguiu às crises Asiática (1997) e Russa (1998), a nova

moeda sofre sua primeira grande desvalorização (da ordem de 64%). A sobrevalorização do Real, no período 1994-1998, fica ainda mais evidente quando se observa a trajetória da taxa de câmbio real (corrigida pela taxa de inflação - INPC). Esta assumiu ao longo dos cinco anos entre a instituição da nova moeda (1993) e a eclosão da crise brasileira (1999) uma trajetória de intermitente valorização frente ao Dólar, sendo que, mesmo após o abandono da âncora cambial em janeiro de 1999, sua desvalorização não foi suficiente mais que para mantê-la, ao longo do ano de 1999, a uma taxa média de 1,11 Reais por Dólar, ainda significativamente valorizada, portanto (GRÁFICO 1.3).

**Gráfico 1.3. Taxa de câmbio (jan/1994-dez/1999).**

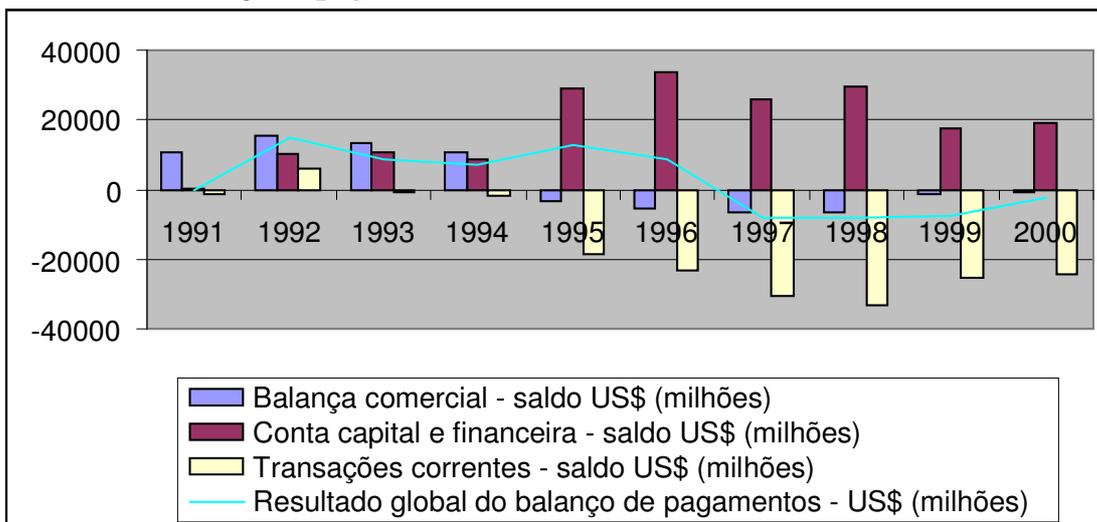


Fonte: Banco Central do Brasil - Boletim/Balanco de Pagamentos / IPEA ([www.Ipeadata.gov.br](http://www.Ipeadata.gov.br) – acessado em 15/09/2009).

O efeito imediato desta estratégia de estabilização monetária baseada em sobrevalorização cambial, associada a seu impacto sobre a elevação da renda real da camada populacional de mais baixa renda, conseqüência do desaparecimento repentino do imposto inflacionário, fez-se sentir na rápida deterioração dos saldos comerciais do país com o exterior (Gráfico 1.4). Os saldos da balança comercial que, até 1994, vinham de superar ou ao menos compensar o déficit na conta de serviços e rendas, preservando o equilíbrio das transações correntes ou mesmo gerando nestas pequenos superávits (1992), passou a apresentar, a partir de 1995, sucessivos resultados negativos os quais, somados aos crescentes déficits na conta de serviços e rendas (os quais tiveram entre suas principais causas a elevação da Renda Líquida Enviada ao Exterior a título de pagamento de

juros sobre o passivo externo líquido do país), fizeram elevar fortemente os déficits em transações correntes e o passivo externo líquido do país.

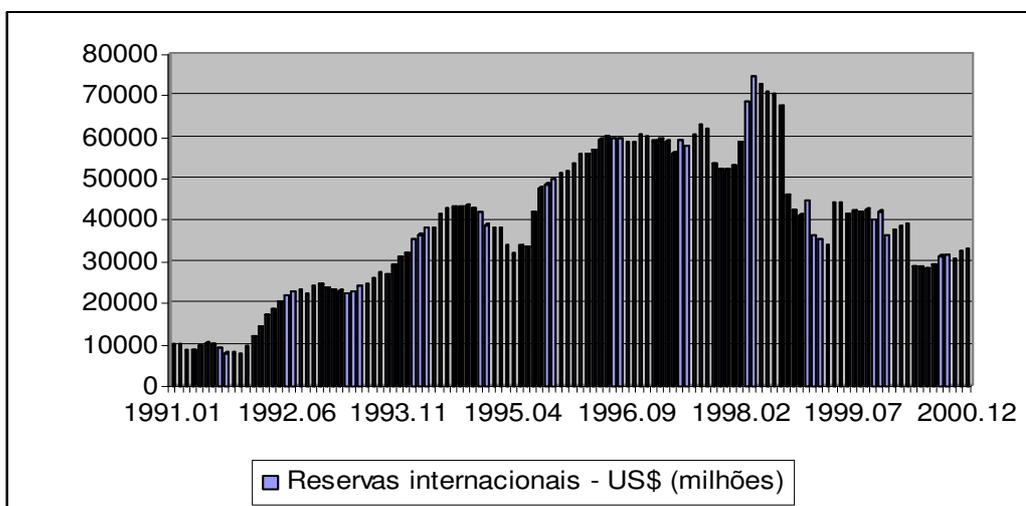
**Gráfico 1.4. Balanço de pagamentos – 1991-2000.**



Fonte: Banco Central do Brasil - Boletim/Balanço de Pagamentos ([www.Ipeadata.gov.br](http://www.Ipeadata.gov.br) – acessado em 15/09/2009).

Conforme se verifica no Gráfico 1.4, até 1996, o intenso influxo de capitais externos possibilitou o fechamento do balanço de pagamentos com resultados globais positivos e a acentuada elevação das reservas internacionais (GRÁFICO 1.5). A partir de 1997, contudo, à persistência dos elevados déficits da balança comercial e ao incremento dos déficits da conta de serviços e rendas, derivados da remuneração do crescente passivo externo, veio se somar a redução dos influxos de capitais externos provocada pela crescente instabilidade financeira internacional agravada pelo advento da crise asiática. Desde então, o balanço de pagamentos passa a apresentar uma seqüência de resultados globais negativos (GRÁFICO 1.4), os quais viriam a ser financiados, parcialmente, via perda de reservas internacionais (GRÁFICO 1.5) e, no caso do ano de 1998, via empréstimos externos institucionais (empréstimo junto ao FMI da ordem de US\$ 41 bilhões).

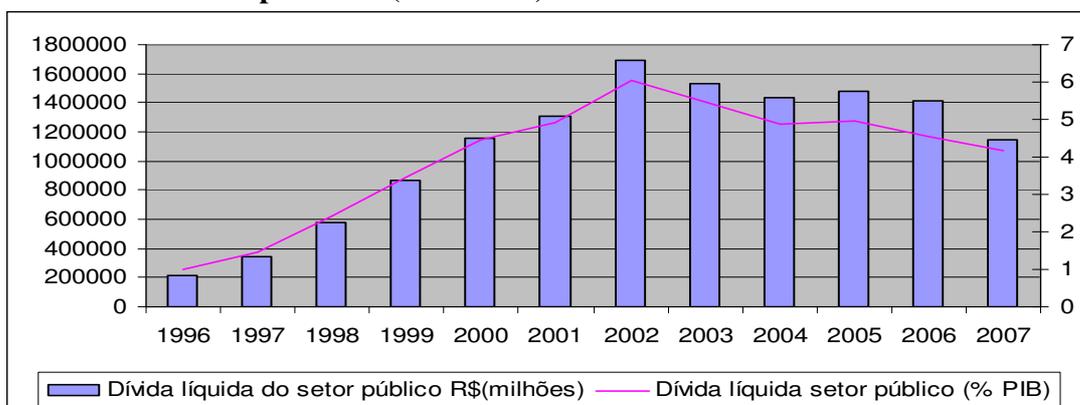
**Gráfico 1.5. Reservas internacionais – 1991-2000.**



Fonte: Banco Central do Brasil - Boletim/Balanco de Pagamentos ([www.Ipeadata.gov.br](http://www.Ipeadata.gov.br) – acessado em 15/09/2009).

Nesta primeira fase do Plano Real, marcada pela ancoragem cambial do nível de preços, a política monetária foi empregada basicamente como mecanismo de i) contenção do nível de absorção interna e ii) atração de capitais externos. Os influxos de capitais externos, contudo, se não esterilizados, implicariam a expansão da base monetária e a conseqüente queda da taxa de juros, revertendo os efeitos restritivos da política monetária. A esterilização destes capitais, por sua vez, mediante emissão de títulos da dívida pública, provocou a acentuada elevação do estoque da dívida pública, conforme se verifica no Gráfico 1.6. Destaque-se que esta elevação do nível de endividamento público deu-se tanto pelo elevado volume de capitais internalizados e esterilizados no período quanto pelo elevado diferencial entre a variação cambial (“remuneração” das reservas) e a remunerações dos títulos da dívida pública, com destaque para a taxa básica de juros SELIC.

**Gráfico 1.6. Dívida pública – (1996-2007).**

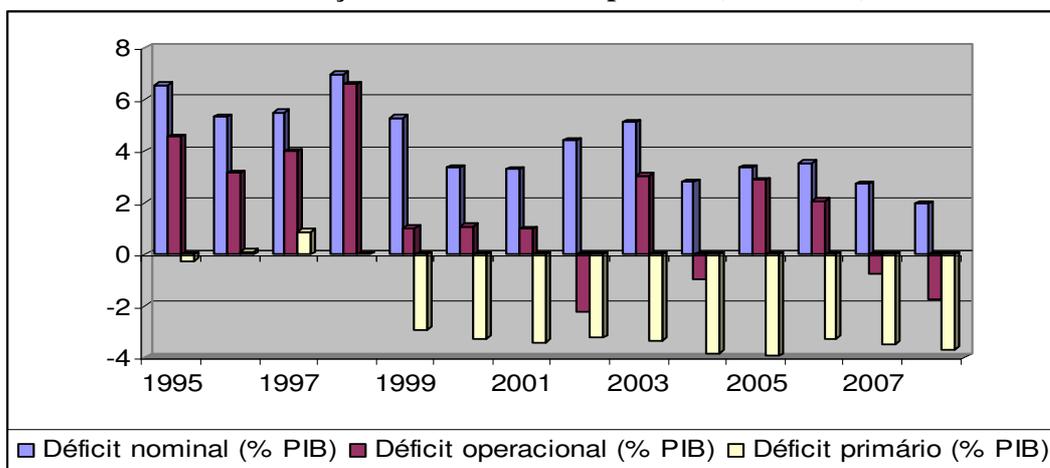


Fonte: Banco Central do Brasil - Boletim/Finanças públicas ([www.Ipeadata.gov.br](http://www.Ipeadata.gov.br) – acessado em 15/09/2009).

Os dados sugerem, assim, que o baixo nível de endividamento público herdado pelo Governo Cardoso – A relação dívida pública líquida/PIB em janeiro de 1994 era de 32,3%, proseguindo numa trajetória de queda até atingir seu nível mais baixo, 28%, em dezembro de 1995<sup>2</sup> - e as taxas de juros internacionais ainda relativamente baixas até a eclosão da crise mexicana (1994) foram decisivos para o sucesso da estratégia de estabilização do nível de preços adotada pelo Plano Real em seus primeiros cinco anos, haja vista tê-lo dispensado, durante este período, da realização do esforço fiscal que, após 1999, constituiria peça fundamental da política de estabilização (SANTOS, 2004). A persistência e dimensão do desequilíbrio fiscal no período podem ser percebidas no Gráfico 1.7. Com exceção do ano de 1995, quando apresentou pequeno superávit primário, o setor público brasileiro apresentou-se deficitário, nos três conceitos em que são medidos seus resultados orçamentários (primário, operacional e nominal), desde a instituição do Plano Real até o ano de 1998, sendo que neste último ano, o déficit operacional aproximou-se do pico de 7% do PIB.

<sup>2</sup> <[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)>

**Gráfico 1.7. Resultado orçamentário do setor público (1995-2008).**



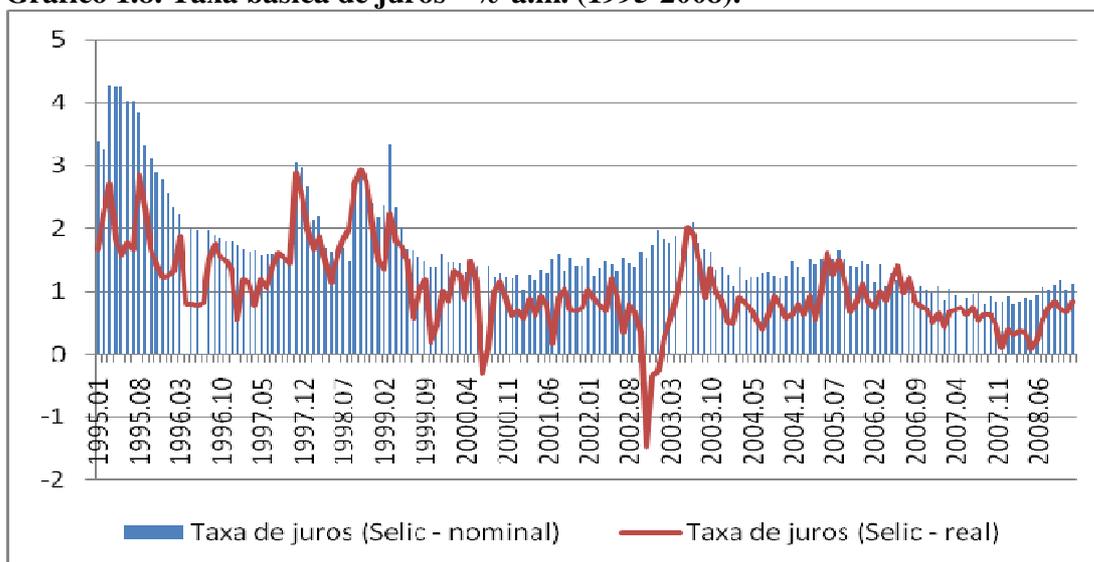
Fonte: Banco Central do Brasil - Boletim/Finanças públicas ([www.Ipeadata.gov.br](http://www.Ipeadata.gov.br) – acessado em 15/09/2009).

A continuidade desta estratégia, somada à crescente instabilidade internacional que se seguiu à crise mexicana, de 1994, agravando-se com as crises asiática e russa, de 1997 e 1998, respectivamente, e que forçou progressivamente a elevação das taxas de juros internacionais, imprimiu uma trajetória explosiva no nível de endividamento público, impondo a geração de superávits orçamentários capazes de compensar ao menos parte das despesas financeiras do governo. No esforço fiscal aí iniciado, cabe destaque, junto com os cortes de gastos correntes, exclusive gastos financeiros e a forte elevação da arrecadação, as receitas advindas do processo de privatização de empresas públicas, que se intensifica neste momento.

Com a eclosão da crise russa, em 1998, depois de já ter passado pelas crises mexicana e asiática, de 1994 e 1997, respectivamente, e estando o Real sob forte ataque especulativo, mostrou-se insustentável a política cambial adotada até então; baseada em sobrevalorização da taxa de câmbio e num regime cambial de tipo *crawling-peg*. A taxa básica de juros, então, ganha espaço como âncora do nível de preços. Poucos meses após a adoção do regime de taxas de câmbio flutuantes, é implementado no Brasil, em substituição à âncora cambial, o regime de metas de inflação. Neste, a ancoragem dos preços internos dar-se-á não mais pelo manejo da taxa de câmbio sobrevalorizada e com seu valor quase fixo em relação ao Dólar, mas sim por uma política monetária baseada numa regra de reação do Banco Central do tipo Regra de Taylor, que, grosso modo, define a taxa básica de juros, SELIC, como função crescente do nível de inflação esperada pelos agentes.

A despeito de ter reduzido significativamente o desequilíbrio da balança comercial e a dependência da economia em relação aos fluxos de capitais externos no financiamento do balanço de pagamentos, a substituição da âncora cambial pela âncora monetária, conformada no regime de metas de inflação, preservou um outro grave problema legado pela primeira fase do Plano Real, qual seja, o caráter marcadamente recessivo da política monetária. Percebe-se, pelo Gráfico 1.8, que, passado o impacto inicial da crise de 1998, quando a taxa básica de juros sofreu uma forte elevação, esta retornou aos níveis ainda significativamente elevados de antes da crise, aí permanecendo até o fim do período sob análise.

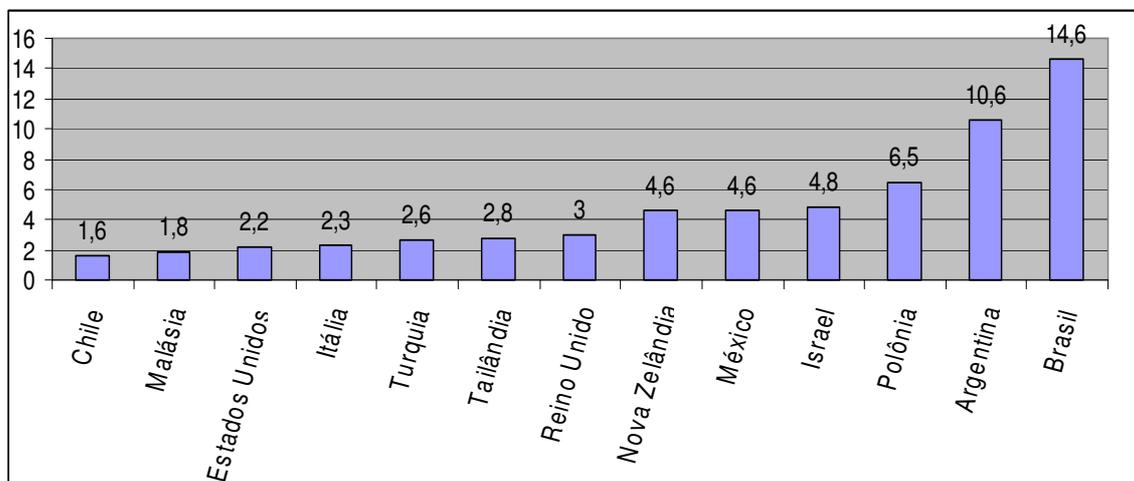
**Gráfico 1.8. Taxa básica de juros - % a.m. (1995-2008).**



Fonte: Banco Central do Brasil - Boletim/Política Monetária ([www.Ipeadata.gov.br](http://www.Ipeadata.gov.br) – acessado em 15/09/2009).

Adicionalmente, verifica-se, do Gráfico 1.9, que, durante o período que vai de 1996 a 2002, o Brasil ocupou o primeiro lugar entre os países com maiores taxas de juros reais, estando a taxa básica de juros reais brasileiras 38% acima da taxa básica argentina, segunda posição e nada menos que 125% acima da terceira posição, ocupada pela Polônia.

**Gráfico 1.9. Países selecionados: Taxas reais de juros de curto prazo - % a.a. (Média 1996-2002)**



Fonte: Holland (2006)

Dada a estrutura de indexadores do estoque da dívida pública mobiliária federal (DPMF), a qual conta com elevada parcela pré-indexada à taxa básica de juros e à taxa de câmbio, na medida em que o controle da inflação via ancoragem cambial do nível de preços, num primeiro momento, e via regime de metas de inflação, num segundo, têm tido no manejo da taxa básica de juros seu principal, senão único, instrumento; a política econômica tem resultado não apenas no efeito primeiro almejado da estabilização do nível de preços, mas também na elevação da parcela da dívida pública indexada à Selic e numa forte valorização da moeda nacional, provocada pela intensificação do influxo de capitais externos, valorização esta que tanto penaliza a produção interna frente a concorrência internacional quanto tende a iniciar ou aprofundar o desequilíbrio da balança comercial. Adicionalmente, a esterilização dos influxos de capitais externos, com vistas a conter a expansão da base monetária, combinada ao diferencial entre a variação cambial e a remuneração dos títulos da dívida pública, vem contribuindo, igualmente, para a elevação do nível de endividamento público. Quedas na taxa de câmbio, por sua vez, embora positivas para o equilíbrio da balança comercial e para a produção interna, tendem a afetar direta e negativamente a parcela da dívida pública indexada ao câmbio.

Concluída, assim, a fase heterodoxa do Plano Real, a qual consistiu basicamente na utilização da URV como intermédio na passagem do Cruzeiro Real para o Real, a política econômica aí inaugurada e o lugar que nela ocupa a primazia do controle ortodoxo – ancoragem

cambial, num primeiro momento; regime de metas de inflação, num segundo - do nível de preços tem tido, nas elevadas taxas de juros e na sobrevalorização do câmbio suas marcas mais distintivas. Duas das mais evidentes conseqüências desta estratégia de estabilização monetária foram, no que se refere às contas externas, um elevado desequilíbrio da balança comercial ao longo de quase todo o período, o que viria elevar o desequilíbrio do balanço de pagamentos em conta corrente e o grau de dependência do financiamento do balanço de pagamentos em relação aos influxos de capitais externos, agravando o estado de vulnerabilidade da economia brasileira aos eventos de instabilidade internacional<sup>3</sup>; e no que se refere às contas públicas, num crescente nível de endividamento público e em sucessivos *déficits* orçamentários operacionais, a despeito dos elevados *superávits* primários realizados na maior parte do período sob análise.

O sucesso do Plano Real, no que se refere à estabilização do nível de preços, é incontestável. A taxa de inflação anual, medida pelo IPCA, que, no ano de 1993, foi de 2.477% a.a. e no de 1994 foi de 916% a.a. (valor que expressa basicamente a inflação dos meses que precederam a instituição do plano) caiu, em 1995, para 22,4% a.a. e em 1996, para 9,6% a.a., persistindo em trajetória declinante até atingir o valor mais baixo do período aqui analisado no ano de 1998 (1,66% a.a.), após o que apresentaria uma acentuada elevação, mantendo-se, contudo, nos anos seguintes, sempre abaixo da casa dos 10% a.a., com exceção do ano de 2002, quando chegou a 12,5% a.a. ([www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br) – acessado em 21/07/09).

A rigidez da política monetária fortemente recessiva ao longo da maior parte do período sob análise, com a manutenção da taxa básica de juros em patamares extremamente elevados para os padrões internacionais, criando um ambiente adverso ao investimento privado e ao consumo financiado, bem como sua dificuldade em restabelecer o equilíbrio das contas públicas e imprimir de forma consistente e duradoura uma trajetória descendente ao nível de endividamento do setor público, permitindo o incremento do nível do investimento público, contudo, persistem como sendo duas das principais deficiências do modelo macroeconômico inaugurado com o Plano Real.

---

<sup>3</sup> Logo após o período de mais acentuado desequilíbrio externo, entre 1993 e 2002, em que se acumulou um passivo externo, considerando-se apenas as transações correntes, da ordem de US\$ 188,6 bilhões, o país experimentou um breve período de superávits nesta rubrica, acumulando, no período 2003-2006, saldo positivo em transações correntes da ordem de US\$ 43,4 bilhões. A conta corrente do balanço de pagamentos fecha, contudo, já no ano de 2007, praticamente estável e volta a apresentar elevado déficit (US\$ 28,2 bilhões) em 2008 (Dados do Banco Central do Brasil – Boletim Balanço de Pagamentos).

A persistência deste elevado nível de endividamento público expressa uma situação ainda mais preocupante quando se considera que ela se deu a despeito da realização do mais amplo programa de privatização de empresas públicas jamais implementado no país, pelo qual se arrecadou cerca de US\$ 79 bilhões somente durante os dois governos de Fernando Henrique Cardoso (STIGLITZ, 2006, p. 142); e de um esforço fiscal que geraria, desde o ano de 1994 até o ano de 2008, um *superávit* primário acumulado de R\$ 7,6 trilhões, o que não impediu a acumulação, no mesmo período, de um *déficit* nominal de R\$ 10,6 trilhões (valores correntes). A dimensão do esforço fiscal realizado ao longo do período sob análise bem como a aparente insensibilidade dos resultados nominais e do nível de endividamento do setor público em relação a ele podem ser percebidas no Gráfico 1.7.

A despeito da mudança de governo na esfera federal em 2002, em que Luiz Inácio Lula da Silva sucedeu Fernando Henrique Cardoso, bem como das mudanças na orientação da gestão da política macroeconômica ocorridas na passagem do primeiro para o segundo mandato de ambos os presidentes, percebe-se, em vários aspectos da gestão da política macroeconômica, um grau de continuidade suficientemente elevado para definir neste período a unidade do que Bresser-Pereira (2007) chamou de ‘modelo perverso’ de uma ‘macroeconomia da estagnação’. Segundo o próprio autor;

A partir do Plano Real (1994) configurou-se um novo quadro macroeconômico cujas linhas gerais vêm sendo mantidas desde então. Se tomarmos os três preços macroeconômicos analisados como critério, temos as seguintes características: (1) baixa taxa de inflação, (2) elevada taxa de juros de curto prazo (Selic) e (3) taxa de câmbio valorizada. (BRESSER-PEREIRA, 2007, pp. 235)

Desprezar-se-á – sem, contudo, ignorar sua existência - na análise que se segue, os pontos de ruptura no período, para privilegiar as soluções de continuidade necessárias à conformação daquele modelo resumido, segundo o autor, numa equação macroeconômica definida “por altas taxas de juros e baixa taxa de câmbio, que inviabiliza a elevação da taxa de acumulação de capital e a retomada do crescimento econômico” (BRESSER-PEREIRA, 2007, pp. 238-239).

## **1.2. A Matriz neoliberal do Plano Real.**

A despeito do diagnóstico inercialista da inflação brasileira que orientou em boa medida sua concepção e instituição, o Plano Real integrou um conjunto mais amplo de reformas e políticas de cunho liberalizante, implementadas no Brasil a partir de fins dos anos 1980, as quais se intensificaram ao longo dos anos 1990, e que conformaram um novo modelo de desenvolvimento nacional (CARNEIRO, 2002).

Este modelo neoliberal de desenvolvimento contrapôs-se frontalmente ao modelo nacional-desenvolvimentista, vigente no país entre o pós-Segunda Guerra Mundial e o final dos anos 1970, concentrando suas críticas no papel de destaque que este reservara ao Estado na intervenção em diversos dos nossos mercados, fosse com vistas a promover a aceleração do crescimento econômico e a diversificação da estrutura produtiva nacional, fosse com vistas a regulamentar as relações entre os vários agentes econômicos. Especial atenção foi dada ao supostamente elevado grau de fechamento/regulação das relações comerciais e financeiras do país com o exterior. Pode-se mesmo afirmar que a defesa da liberalização da economia brasileira confundiu-se em boa medida com a defesa da liberalização de suas relações com o exterior (SILBER, 2009).

Segundo Silber, numa apologia emblemática deste modelo;

os benefícios de um programam de abertura da economia, baseado no sistema de preços e com regras estáveis e não discriminatórias de acesso aos agentes econômicos são: a) criar um ambiente competitivo que possibilite uma melhor alocação de recursos entre setores, com um mínimo de distorções. Em uma economia com níveis de proteção elevada, as empresas tendem a ser menos eficientes, já que lhes são impostas uma série de restrições na alocação de fatores de produção e na escolha da composição do produto final. A inexistência da concorrência externa e as imperfeições do mercado de capitais doméstico possibilitam a manutenção de estruturas de mercado oligopolizadas, com elevadas barreiras ao ingresso de novas formas; b) incentivar os aumentos de produtividade e possibilitar a especialização da produção compatível com escalas mínimas ótimas; c) acelerar o ritmo de criação, importação e difusão tecnológica, compatível com a expansão da competitividade das empresas brasileiras, tão comprometida nos anos 80; d) aumentar a taxa de crescimento do produto, quer através da diminuição da restrição externa, quer pela ampliação do mercado interno e externo; e e) favorecer uma diminuição da concentração da renda, já que a estratégia de maior abertura beneficia o fator abundante da economia (mão-de-obra, terra e recursos naturais) (SILBER, 2009, pp. 03/04).

A implementação deste modelo neoliberal de desenvolvimento encontrou sua justificação tanto na emergência, nos planos nacional e internacional, de um ambiente ideológico e institucional favorável, sintetizado no que Williamson (1990) chamou de Consenso de Washington<sup>4</sup> (MOLLO & SAAD-FILHO, 2006; RODRIK, 2006; SANTOS, 2004); quanto na crise de estagflação que se arrastava internamente desde o início da década de 1980, com a aceleração do processo inflacionário aproximando-se, em meados dos anos 1990, dos limites de uma hiperinflação, e o crescimento econômico alternando curtíssimos períodos de baixo crescimento com períodos de recessão.

O diagnóstico neoliberal da aceleração do processo inflacionário foi o de que este teria decorrido fundamentalmente do excesso de gastos públicos sobre receitas, excesso este financiado, não pela colocação de títulos da dívida pública, mas por sua monetização – financiamento do déficit primário via mecanismo de imposto inflacionário - (BACHA, 1994). A redução e instabilidade do nível de atividade e a conseqüente elevação do nível de desemprego, por sua vez, decorreriam fundamentalmente, segundo esta mesma visão, do excesso de regulação dos mercados pelo Estado intervencionista, com destaque para as inúmeras e variadas formas de reservas de mercado, o que, supunha-se, viria gerar ineficiências alocativas, baixa produtividade e elevações dos salários acima dos ganhos de produtividade do trabalho, sendo esta última a conseqüência mais imediata da adoção de políticas salariais populistas. Todas essas distorções teriam acabado, sempre segundo a visão ortodoxa, desestimulando o investimento e a inovação tecnológica e gerencial na economia brasileira; elevando, conseqüentemente, seus custos e desacelerando a evolução dos seus níveis de produtividade (TEIXEIRA & TEIXEIRA, 2008).

---

<sup>4</sup> Rodrik (2006) faz a distinção entre o “Consenso de Washington Original”, referindo-se ao trabalho de Williamson (1990); e o que ele chama de “Consenso de Washington Aumentado”, referindo-se ao conjunto de prescrições exaustivamente impostas ou cobradas por países centrais e organismos internacionais sobretudo a nações da América Latina, do Leste europeu e da África Sub-Saariana. Ao “Consenso de Washington Original”, identifica o autor medidas de 1) disciplina fiscal, 2) reorientação dos gastos públicos, 3) reforma tributária, 4) liberalização financeira, 5) Unificação das taxas de câmbio em níveis competitivos, 6) liberação do comércio externo, 7) liberalização do IDE, 8) privatização, 9) desregulação e 10) garantia dos direitos de propriedade. Ao “Consenso de Washington Aumentado”, identifica o autor, além dos dez itens relacionados à versão original do consenso, medidas voltadas à promoção de 11) governança corporativa, 12) combate à corrupção, 13) flexibilização dos mercados de trabalho, 14) acordos firmados no âmbito da OMC, 15) conformação dos sistemas financeiros nacionais ao sistema financeiro internacional, 16) abertura da conta capital do balanço de pagamentos, 17) ausência de regimes cambiais intermediários (liberalização e conversibilidade cambial plenas), 18) banco central independente e regime de metas de inflação, 19) redes de seguridade social e 20) metas de redução da pobreza. Em conformidade com Teixeira & Teixeira (2008), podemos afirmar que, na implementação do modelo neoliberal no Brasil, foi dada preeminência aos itens 1, 2, 4, 5 (no que se refira à unificação das taxas de câmbio), 6, 7, 8, 9, 10, 13, 14, 16, 18 (no que se refira ao regime de metas de inflação) e 20 (conformada em políticas compensatórias específicas e focalizadas).

Feito o diagnóstico, o prognóstico neoliberal<sup>5</sup> contra a estagnação econômica e a hiperinflação veio, quase naturalmente, na forma extremamente simplificada de uma restrição da atuação estatal a um conjunto extremamente reduzido de atividades regulatórias. Deveria considerar ainda uma forte redução dos gastos do setor público e de suas transferências ao setor privado, e uma ampla e profunda liberalização dos diversos mercados da economia brasileira, incluindo, em suas relações com o exterior, a liberalização dos fluxos de bens e serviços (conta corrente do balanço de pagamentos) e dos fluxos de capitais (conta capital do balanço de pagamentos), bem como a liberalização do mercado de câmbio (TEIXEIRA & TEIXEIRA, 2008).

A promessa de debelar o processo inflacionário, retomar o crescimento econômico e ainda “modernizar” a economia brasileira constituiu importante fator de legitimação das reformas e políticas neoliberais adotadas na tarefa de desmonte do Estado desenvolvimentista, do Estado de Bem-Estar Social que se esboçava desde a promulgação da Constituição Federal de 1988, e de uma ampla desregulamentação das relações econômicas nos planos interno e externo da economia brasileira, com todas as conseqüências negativas que estas medidas viriam a ter, especialmente para os agentes econômicos mais débeis, tais como os trabalhadores urbanos e rurais, assalariados ou não, e pequenos empresários (SALAMA, 1999).

Passadas, contudo, quase duas décadas desde o início da implementação das reformas e políticas liberalizantes e após terem elas sido implementadas em sua quase totalidade, atingiu-se indubitavelmente um dos dois objetivos assumidos pelo modelo neoliberal quando de seu avanço ideológico e institucional entre nós, qual seja, a debelação do processo hiperinflacionário. A inflação, que em 1993, último ano antes da implementação do Plano Real, atingira 2.477% a.a., reduziu-se, já em 1995, primeiro ano totalmente coberto pela adoção da nova moeda, para 22,4% a.a. No que se refere à retomada do crescimento econômico, contudo, resta a promessa não cumprida. O período de maior intensificação da implementação das reformas e políticas neoliberais no Brasil, o qual coincide com o período de implementação do Plano Real, apresentou

---

<sup>5</sup> Para Teixeira & Teixeira (2008, p. 17), a ênfase neoliberal foi posta, para o caso brasileiro, na eliminação de distorções de preços, advindas tanto do processo inflacionário quanto da concessão de incentivos variados do Estado a determinados setores da economia; submissão do mercado interno à competição internacional; privatização de empresas públicas; incentivo ao investimento privado estrangeiro; manutenção da estabilidade do nível de preços e do balanço de pagamento; e substituição do Estado intervencionista de inspiração keynesiana pelo Estado mínimo de inspiração neoliberal.

taxas de crescimento econômico próximas daquelas apresentadas ao longo da década de 1980 e, portanto, significativamente inferiores às apresentadas durante o período de vigência do modelo nacional-desenvolvimentista.

A política monetária extremamente restritiva, que sustentou ao longo de quase todo o período sob análise, a taxa básica de juros (Selic) no posto de mais elevada do mundo, tem sido apontada, tanto por críticos quanto por defensores do plano, como sendo um dos principais determinantes do nosso débil crescimento econômico ao longo deste período. Há quase um consenso entre seus analistas – tanto os de matriz heterodoxa quanto os de matriz ortodoxa – quanto a que sua aparente incapacidade de trazer a taxa básica de juros para níveis mais próximos da média dos países com níveis de desenvolvimento econômico e institucional semelhantes aos do Brasil, vem se constituindo numa das principais deficiências deste modelo de desenvolvimento nacional inaugurado com a instituição do Plano Real.

Outra importante deficiência deste modelo, também reconhecida tanto por seus críticos quanto por seus defensores, e estreitamente relacionada àquela primeira (embora a maneira como a natureza desta relação é percebida possa variar consideravelmente conforme o analista assuma uma perspectiva crítica ou defensora do modelo), é a persistência e mesmo agravamento da deterioração das principais variáveis fiscais do setor público, quais sejam, seu resultado operacional e seu nível de endividamento. O problema do equilíbrio orçamentário do setor público, cujo equacionamento deveria ter se constituído num dos principais instrumentos para a implementação do modelo neoliberal (BACHA, 1994; FRANCO, 1998), não apenas perdurou insolúvel como foi agravado, sob vários aspectos, após a intensificação da aplicação das reformas e políticas liberalizantes implementadas a partir de meados dos anos 1990, sucedendo-se, ao longo de todo o período, elevados *déficits* operacionais. Isto, a despeito de também se vir de atingir elevados *superávits* primários, mantendo-se, o nível de endividamento público, em patamares dos mais elevados de nossa história econômica.

Embora, a partir do ano de 2003, a relação “dívida pública/PIB”, principal indicador do nível de endividamento público tenha assumido uma trajetória descendente, esta parece ter-se devido mais às mais elevadas taxas de crescimento que passou a apresentar a economia que à evolução do nível mesmo do estoque da dívida, alimentada que tem sido por um fluxo intermitente de *déficits* nominais que só muito raramente caem abaixo dos 3% do PIB bem como

pela preeminência que adquiriu a acumulação de reservas internacionais na sustentação do modelo, preeminência esta que imprimiu, ao longo de quase todo o período sob análise, uma dinâmica autônoma ao endividamento externo do país.

O desequilíbrio fiscal persiste, assim, combinado com a política monetária fortemente restritiva por um período demasiado longo, como um dos principais insucessos da política e do modelo macroeconômico inaugurados com o Plano Real, cuja preservação tem implicado um elevado ônus em forma de baixos níveis de investimento público e privado, baixo crescimento econômico, elevadas taxas de desemprego, e redução de transferências e precarização de serviços públicos direcionados à população de baixa renda (SALAMA, 1999).

Dois grupos de autores têm se destacado na análise desta questão. O primeiro, de matriz ortodoxa, assume a hipótese da dominância fiscal para focar o setor público, mais especificamente a política fiscal como fator preponderante de desequilíbrio interno e externo, determinando, direta ou indiretamente, a manutenção da taxa básica de juros em patamares elevados (BLANCHARD, 2004; GIAMBIAGI, 2005; GIAMBIAGI, 2007; MENDES, 2006; SILBER, 2009; VELLOSO, 2006). O segundo, de matriz heterodoxa, assume uma hipótese oposta àquela e foca a natureza restritiva da política monetária, a estrutura de indexadores da dívida pública mobiliária e a singular inserção da economia brasileira na economia internacional, dada por sua ampla liberalização comercial e financeira, para explicar os baixos níveis de crescimento em ambiente de estabilidade monetária e a dificuldade em se reverter o persistente desequilíbrio fiscal do setor público e trazer o nível de endividamento público para patamares mais condizentes com o esforço fiscal que há anos vem sendo realizado na forma de seguidos e elevados *superávits* orçamentários primários (BRESSER-PEREIRA, 2007; CARVALHO, 2001, 2007; FARHI, 2006; GARCIA, 2008; LOPREATO, 2006; SAYAD, 2005). Interessa-nos neste debate, fundamentalmente, o modo como cada corrente teórica aborda a relação entre as políticas monetária e fiscal no conjunto da política econômica inaugurada com o Plano Real e preservada, em linhas gerais, até os dias de hoje.

## 2. O DESEQUILÍBRIO FISCAL DO SETOR PÚBLICO COMO DETERMINANTE DA POLÍTICA MONETÁRIA RESTRITIVA – A HIPÓTESE DA DOMINÂNCIA FISCAL.

Com o advento da escola novo-clássica em meados dos anos 1970, estabeleceu-se, no campo hegemônico do pensamento econômico, um novo consenso teórico (ARESTIS & SAWYER, 2003). Este novo consenso teve seu *core* nas derivações da crítica de Lucas e na hipótese das expectativas racionais, e é a partir dele que haverá, segundo Lopreato (2006), uma convergência acerca do entendimento do papel da política fiscal na gestão da política macroeconômica. No âmbito desta convergência, as noções de “sustentabilidade da dívida pública” e de “solvência da situação fiscal do Estado” passaram a ocupar lugar de destaque na gestão da política macroeconômica, sendo alçadas a pilares principais da estabilidade macroeconômica.

Para o propósito deste trabalho, convém ressaltar que, neste novo consenso e diferente de como se dava quando da hegemonia da síntese neoclássica, de inspiração keynesiana, as variáveis fiscais - nível de endividamento e resultados orçamentários do setor público, dentre outras - importam menos por seus impactos diretos nos demais agregados macroeconômicos, com destaque para a demanda agregada, que por funcionarem como sinalizadores para as expectativas dos agentes econômicos acerca da sustentabilidade/insustentabilidade da trajetória futura das contas públicas e da solvência da situação fiscal do Estado (LOPREATO, 2006).

Segundo a escola do *supply side* ou dos Ciclos Reais de Negócios, peça importante na construção deste novo consenso teórico, os níveis de emprego e renda não respondem a variações na demanda, sendo determinados unicamente por variáveis atuantes pelo lado da oferta; e o agente econômico, em conformidade com a crítica de Lucas e com a hipótese das expectativas racionais, não só não sofre de ilusões monetárias como também é capaz de antecipar as conseqüências futuras das políticas anunciadas ou apenas sugeridas. Políticas fiscais e monetárias, assim, dado que não alteram positivamente os níveis de investimento e poupança nem quaisquer variáveis reais do cenário econômico, preservam inalterado também o nível da oferta, provocando, no primeiro caso, apenas transferência de poder de compra do setor privado para o público e, no segundo, variações apenas nominais na renda e na riqueza dos agentes, cujo desequilíbrio de *portfólio* daí decorrente é corrigido por ajustes no nível de preços. Portanto, neste novo consenso apontado por Arestis & Sawyer (2003), rompe-se o *trade-off* entre inflação

e desemprego suposto na síntese neoclássica e representado na curva de Phillips; e toda tentativa de desviar a taxa de desemprego de seu nível natural, mediante políticas fiscal e monetária expansionistas, redundará imediata e exclusivamente em mais inflação.

Rejeita-se assim, neste novo consenso, todo manejo discricionário da política fiscal em favor de uma defesa incondicional de sua condução por regras bem definidas e austeras, bem como pelo estabelecimento de um arcabouço institucional e de políticas que tornem confiável a viabilidade futura da consolidação fiscal, eliminando ou ao menos minimizando os riscos de inconsistência temporal na gestão da política macroeconômica. Segundo Lopreato (2006, p. 6),

Esta visão teórica foi, de certa forma incorporada, em diferentes graus, na gestão da política econômica de vários países. As políticas ativistas perderam força e recebeu atenção a proposta de um regime de política econômica, com a definição de regras e de instituições responsáveis por manter políticas sem problemas de consistência temporal, ou seja, em condições de convalidar as expectativas e estabelecer o ambiente propício à ação dos agentes privados. Pois, caso as medidas não correspondam ao que o mercado espera do movimento futuro da economia, crescem as turbulências e a política econômica é colocada em xeque.

Formada no bojo deste novo consenso teórico, a interpretação hoje dominante da relação entre as políticas fiscal e monetária brasileiras considera, em fina sintonia com a hipótese da dominância fiscal (BLANCHARD, 2004; LEEPER, 2005; SARGENT & WALLACE, 1981; SIMS, 1994; WOODFORD, 1995), serem o desequilíbrio orçamentário em seu conceito operacional e o elevado nível de endividamento do setor público os principais determinantes das altas taxas de juros praticadas no país. Para os intérpretes proponentes desta hipótese, a natureza restritiva de nossa política monetária explicar-se-ia, em última instância, pela natureza expansionista de nossa política fiscal.

A hipótese da dominância fiscal refere-se, grosso modo, à interação entre as autoridades fiscal e monetária de cada país ou, mais precisamente, à interação entre suas políticas fiscal e monetária, bem como ao papel desempenhado por cada uma delas na determinação do nível de preços. Segundo esta hipótese, na medida em que se suponha estar a autoridade monetária prioritariamente dedicada à contenção do processo inflacionário e na medida em que se considere ser, em última instância, a política fiscal o fator determinante do nível de preços vigente na economia, a política monetária deveria ser interpretada nos termos de uma reação da autoridade monetária aos impactos de variáveis fiscais tais como o resultado orçamentário e o nível de

endividamento do setor público sobre o nível de preços e a percepção de solvência do setor público por parte dos demandantes de títulos da dívida pública. Assim, uma política monetária restritiva, expressa em elevadas taxas de juros, deveria ser interpretada enquanto tentativa da autoridade monetária de neutralizar as pressões inflacionárias provocadas por um orçamento público persistentemente deficitário e um setor público com elevado nível de endividamento (BLANCHARD, 2004; SARGENT & WALLACE, 1981; WOODFORD, 1995).

Segundo Gadelha & Divino (2008), contudo, a hipótese da dominância fiscal, longe de conformar um consenso entre seus proponentes, constitui-se em campo de pesquisa bastante heterogêneo, em que se desenvolve vigorosa polêmica em torno da definição do que viria a ser um estado de dominância fiscal. Para estes autores, esta polêmica tem sido travada entre três principais visões, quais sejam, i) a visão tradicional, que propõe pela primeira vez a tipologia “dominância fiscal” vs. “dominância monetária”; ii) a visão da Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP), que inova a abordagem tradicional ao interpretar a inflação enquanto fenômeno estritamente fiscal; e iii) a visão mais recente, proposta por Blanchard (2004), para economias abertas sob regime de dominância fiscal. Apresentamos, a seguir, em linhas gerais, cada uma destas visões.

## **2.1. Visão tradicional.**

Em artigo seminal para o tema deste capítulo, Sargent & Wallace (1981) polemizam com o argumento monetarista segundo o qual não obstante ser a política monetária ineficaz em afetar permanentemente variáveis reais da economia, tais como níveis de renda e emprego e taxa de juros real, seria ela eficaz no controle, tanto no curto quanto no longo prazo, de variáveis nominais, com destaque para a taxa de inflação (FRIEDMAN, 1968). Para Sargent & Wallace (1981), em ambiente de dominância fiscal e suposta uma demanda por títulos da dívida pública função da aversão ao risco de *default* sobre a dívida pública (e esta, por sua vez, função do nível de endividamento público), dentre outras variáveis, ainda que respeitados os principais supostos monetaristas presentes em Friedman (1968), a política monetária seria, no longo prazo, ineficaz em influenciar não apenas as variáveis econômicas reais, mas também as nominais, destacando-se sempre, dentre estas, a taxa de inflação. Nas palavras dos próprios autores,

*even in an economy that satisfies monetarist assumptions, if monetary policy is interpreted as open market operations, then Friedman's list of the things that monetary policy cannot permanently control may have to be expanded to include inflation.*  
(SARGENT & WALLACE, 1981, p. 1)

Para Sargent & Wallace (1981), a correspondência de uma dada economia aos supostos monetaristas implica, fundamentalmente, i) a existência de uma estreita relação entre base monetária e nível de preços - dada pela teoria quantitativa da moeda; e ii) a possibilidade de prática de senhoriagem pela autoridade monetária. Assim, pelo segundo suposto, numa tal economia, na eventualidade de as despesas do governo superarem suas receitas ordinárias, seria sempre possível à autoridade monetária financiar seu *déficit* orçamentário expandindo a base monetária via emissão de moeda. Pelo primeiro suposto, contudo, dada a conexão entre base monetária e nível de preços, tal mecanismo de financiamento do *déficit* público redundaria necessariamente em mais inflação. Uma política anti-inflacionária seria, portanto, nos limites do arcabouço teórico monetarista, satisfeita pela não utilização da política monetária como mecanismo de geração de receitas (não-prática de senhoriagem) e/ou pela equalização da taxa de expansão da base monetária à taxa de expansão da própria economia.

Um ambiente de dominância fiscal, por sua vez, resultaria, sempre segundo os autores, de um particular esquema de coordenação entre as autoridades fiscal e monetária. Num ambiente de dominância fiscal, idealmente, a autoridade fiscal definiria de forma autônoma seu orçamento, anunciando todos os resultados orçamentários presentes e futuros e determinando, conseqüentemente, todos os *superávits* e *déficits* com os quais se defrontaria o setor público ao longo do tempo. A autoridade monetária, por sua vez, na definição da política monetária, defrontar-se-ia com e ver-se-ia na imposição de observar os condicionantes previamente definidos pela autoridade fiscal. Diz-se que, em ambiente de dominância fiscal, a política fiscal domina a política monetária (SARGENT & WALLACE, 1981, p. 2).

O financiamento do resultado fiscal do setor público deve se dar pela combinação de receitas advindas da emissão de títulos da dívida pública (hipótese na qual este financiamento não deverá ter quaisquer conseqüências inflacionárias) e da emissão de moeda (hipótese na qual, dado o primeiro suposto monetarista, o financiamento deverá ter conseqüências inflacionárias). Assim,

$$G_t + rB_{t-1} = T_t + \dot{B}_t + \dot{M}_t$$

sendo  $G$ , os gastos públicos primários;  $rB$ , as despesas com remuneração da dívida pública;  $T$ , a arrecadação tributária total;  $\dot{B}$ , a receita advinda da colocação de novos títulos da dívida pública; e  $\dot{M}$ , a receita advinda da prática de senhoriagem.

Rearranjando os termos da equação e chamando de  $D$  o *déficit* nominal, temos,

$$D_t = \dot{B}_t + \dot{M}_t \quad (01)$$

De (01), temos que todo o *déficit* nominal será financiado, seja pela colocação de novos títulos públicos, seja pela emissão monetária.

Depreende-se ainda, de Sargent & Wallace (1981), que uma função demanda por títulos da dívida pública,  $B^D$ , do tipo,

$$B^D = B^D(b, r) > 0, \text{ para } b \leq b^{\max}, \text{ sendo } B_b^D < 0 \text{ e } B_r^D > 0$$

$$B^D = B^D(b, r) = 0, \text{ para } b > b^{\max}$$

sendo  $b$ , a relação dívida/PIB; e  $r$ , a taxa de juros de remuneração dos títulos; restringiria o financiamento do resultado orçamentário, pelo menos de duas maneiras: i) definindo um limite máximo para a relação dívida/PIB,  $b^{\max}$ , dado pelo grau de aversão ao risco de *default* sobre a dívida pública, acima do qual não seria mais possível a colocação de novos títulos públicos no mercado e a partir do qual, portanto, a totalidade dos novos *déficits* deveria ser financiada via emissão monetária; e ii) afetando a taxa de juros,  $r$ , com a qual o governo deveria remunerar seus títulos, na medida em que  $B_r^D > 0$ .

Supondo serem a emissão monetária e a colocação de títulos da dívida pública (operação de mercado aberto) os dois únicos instrumentos de que dispõe e supondo ser a preservação da estabilidade do nível de preços,  $P$ , seu único objetivo, a autoridade monetária poderia, em condições normais, vale dizer, na ausência de dominância fiscal, perseguir este objetivo, seja por intermédio da expansão da base monetária a uma taxa inferior à taxa de expansão da economia,  $\dot{M} < \dot{Y}$ , seja por intermédio de uma política de mercado aberto contracionista,  $\dot{B} > 0$ . Em ambos os casos, ter-se-ia a contração da oferta real de moeda a qual, dado o primeiro suposto monetarista,

redundaria num rebaixamento do nível de preços. Na presença de uma política fiscal persistentemente deficitária, de uma função de demanda por títulos da dívida pública negativamente relacionada ao grau de aversão ao risco dos agentes financiadores do *déficit* público e em ambiente de dominância fiscal, contudo, a autoridade monetária poderá ver frustrado seu objetivo precípua de preservação da estabilidade do nível de preços pela premência de financiar o *déficit* orçamentário do governo, parcial ou totalmente, via emissão monetária. Num tal contexto, a política monetária, expressa no manejo – contração ou expansão – da oferta real de moeda, perde sua função de controle do nível de preços para funcionar, sobretudo, como mecanismo de financiamento dos *déficits* orçamentários não cobertos pela emissão de títulos públicos.

Ao definir, autonomamente, seu orçamento,  $G_t + rB_{t-1} - T_t$ , a autoridade fiscal define, conseqüentemente, o montante de receita que deverá ser gerada, via emissão monetária,  $\dot{M}$ , ou via emissão de títulos,  $\dot{B}$ , para financiar quaisquer eventuais *déficits* em que ela venha a incorrer. Enquanto  $b \leq b^{\max}$ , haverá a possibilidade de se financiar estes *déficits* pela colocação de novos títulos no mercado, remunerados a taxas de juros crescentes, sem quaisquer impactos sobre a estabilidade do nível de preços. Na medida, contudo, em que a persistência dos *déficits* e seu financiamento exclusivamente via colocação de títulos incrementa a relação dívida/PIB, aproximando-a daquele limite máximo,  $b^{\max}$ , a autoridade monetária ver-se-á na imposição de financiá-los por intermédio de emissão monetária, com as conseqüentes expansão da base monetária e elevação do nível de preços. Para Sargent & Wallace (1981), portanto, em ambiente de dominância fiscal e na presença de *déficits* orçamentários persistentes, embora seja a política monetária capaz de exercer controle sobre o nível de preços no curto prazo, padeceria ela de eficácia em controlá-lo no longo prazo. Segundo os autores, “numa economia monetarista, mais cedo ou mais tarde, o resultado é inflação adicional” (SARGENT & WALLACE, 1981, p. 4).

Em resumo, sob regime de dominância fiscal,

*The fiscal authority independently sets its budgets, announcing all current and future deficits and surpluses and thus determining the amount of revenue that must be raised through bond sales and seignorage. Under this ... coordination scheme, the monetary authority faces de constraints imposed by the demand for government bonds, for it must try to finance with seignorage any discrepancy between the revenue demanded by the fiscal authority and the amount of bonds that can be sold to the public... If the fiscal authority's deficits cannot be financed solely by new bond sales, then the monetary*

*authority is forced to create money and tolerate additional inflation* (SARGENT & WALLACE, 1981, p. 3).

Assim, quando interpretadas desde o arcabouço teórico proposto por Sargent & Wallace (1981), as altas taxas de juros praticadas no Brasil, com destaque para a taxa básica (Selic), no período sob análise, seriam resultado da necessidade de se financiar, via colocação de novos títulos da dívida pública, os persistentes e elevados *déficits* orçamentários operacionais do governo; operação esta que, dada a função demanda por títulos da dívida pública, a constante elevação da relação dívida/PIB e a conseqüente elevação do risco de *default* sobre o estoque da dívida pública, só se tem efetivado mediante remuneração (juros) também crescente para os novos títulos colocados no mercado. A redução da taxa básica de juros passaria, portanto, necessariamente por uma elevação dos *superávits* primários, suficiente para reduzir de forma substancial e consistente os níveis de déficit operacional, a relação dívida/PIB e o risco de *default* sobre o estoque da dívida. Vale lembrar ainda que esta interpretação suporia também, na estrutura de poder dos nossos últimos governos federais, a dominância das autoridades fiscais sobre a autoridade monetária, vale dizer, a dominância do conjunto dos ministérios sobre o Banco Central.

## **2.2. Teoria fiscal do nível de preços (TFNP)**

Para a hipótese da dominância fiscal, em sua formulação tradicional originalmente apresentada por Sargent & Wallace (1981), não obstante a política fiscal poder funcionar como acicate do processo inflacionário e como fator de neutralização da política monetária quando esta é manejada como instrumento de estabilização do nível de preços, a inflação continuaria a preservar seu caráter essencialmente monetário, uma vez que resultaria, em última instância, não do resultado orçamentário do setor público, mas de variações na própria oferta monetária, estas sim determinadas pelo resultado orçamentário. A ruptura com os prognósticos monetaristas de política econômica, portanto, não teriam implicado, para a visão tradicional, qualquer ruptura com o suposto fundamental de seu diagnóstico, qual seja, a teoria quantitativa da moeda, relacionando funcionalmente a taxa de inflação à taxa de variação da oferta monetária (ROCHA. & SILVA., 2004). Para a TFNP (COCHRANE, 1998; SIMS, 1994; WOODFORD, 1995), contudo, “o efeito da política fiscal sobre o nível de preços vai além do uso da senhoriagem como

fonte de receita do governo” (ROCHA. & SILVA., 2004, p. 419), sendo a determinação do nível de preços um processo antes fiscal que monetário.

A TFNP supõe que tanto a autoridade fiscal quanto a autoridade monetária são capazes de fixar autonomamente suas variáveis de política econômica, quais sejam, o resultado fiscal primário,  $f$ , e a oferta monetária,  $m$ , respectivamente (MENDONÇA, 2003).

Façamos, assim, a autoridade monetária fixar a taxa de juros nominal em  $\bar{r}$  e a autoridade fiscal o resultado orçamentário primário em  $\bar{f}$ . A fixação da taxa de juros, contudo, por si só, não será capaz de determinar a trajetória temporal de equilíbrio do nível de preços (KOCHERLAKOTA & PHELAN, 1999). Para a TFNP, o problema desta indeterminação é resolvido quando a autoridade fiscal fixa um determinado nível de endividamento público,  $B(t)$ , fazendo com que o nível de preços,  $P(t)$ , seja endogenamente ajustado, de modo a garantir a solvência do estoque da dívida pública. Apresentamos a seguir a formalização do argumento<sup>6</sup>.

A dívida pública,  $a(t)$ , é composta pela quantidade real de moeda em poder do público,  $m(t)$ , e pelo estoque real da dívida pública mobiliária,  $b(t)$ . Assim,

$$a(t) = m(t) + b(t)$$

Sendo o estoque real de moeda em poder do público variável exógena fixada pela autoridade monetária, a equação pode ser apresentada nos seguintes termos,

$$a(t) = \bar{m} + b(t) \tag{02}$$

A hipótese de sustentabilidade implica que a dívida pública seja igual ao valor presente dos fluxos de superávits primários. Formalmente, implica que,

$$a(t) = \int_t^{\infty} \bar{f} e^{-\rho(v-t)} dv \tag{03}$$

Igualando (02) e (03), temos,

$$\bar{m} + b(t) = \int_t^{\infty} \bar{f} e^{-\rho(v-t)} dv$$

---

<sup>6</sup> A formulação matemática que se segue foi feita pelo professor Fernando de Holanda Barbosa, da EPGE-FGV-Rio, e sua inclusão neste trabalho foi gentilmente autorizada pelo autor.

Sendo  $b(t)$  o estoque real de dívida pública mobiliária, poderá esta variável ser decomposta na seguinte fração;  $\frac{B(t)}{P(t)}$ . Substituindo e rearranjando os termos da equação, temos;

$$\frac{B(t)}{P(t)} = \int_t^{\infty} \bar{f} e^{-\rho(v-t)} dv - \bar{m}$$

Isolando  $P(t)$ ,

$$P(t) = \frac{B(t)}{\int_t^{\infty} \bar{f} e^{-\rho(v-t)} dv - \bar{m}} \quad (04)$$

Desde que a oferta monetária,  $\bar{m}$ , e o valor presente dos fluxos de resultados primários,  $\bar{f}$ , são fixados exogenamente pelas autoridades monetária e fiscal, respectivamente, a equação (04) apresenta o nível de preços,  $P(t)$ , como função do estoque da dívida pública,  $B(t)$ .

Está implícito neste peculiar mecanismo de determinação do nível de preços um efeito riqueza provocado por políticas fiscais não-ricardianas. Ao elevar o estoque de sua dívida, o governo induz uma elevação da riqueza do público, o que, por sua vez, induzirá uma elevação da demanda por bens e serviços. Dada a hipótese de um nível de renda definido em seu nível natural de pleno emprego,  $y = \bar{y}$ , a elevação da demanda repercutirá toda ela numa elevação dos preços até o nível em que seja restabelecida a igualdade entre o estoque da dívida mobiliária e o valor presente dos fluxos dos resultados fiscais primários (KOCHERLAKOTA. & PHELAN, 1999; ROCHA & SILVA, 2004; MENDONÇA, 2003).

Na medida em que, para a TFNP, “o nível de preços segue a taxa de crescimento dos títulos do governo, não possuindo qualquer relação com a taxa de crescimento do estoque de moeda” (MENDONÇA, 2003, p. 308), questionam, seus proponentes, aquela dimensão monetarista da visão tradicional da dominância fiscal, rejeitando a idéia de ser uma autoridade monetária forte e independente fator necessário e suficiente para garantir a estabilidade do nível de preços (ROCHA. & SILVA, 2004). Esta estabilidade seria alcançada, sim, em consonância com a equação (03), por intermédio de uma política fiscal suficientemente austera para ou reduzir seu estoque de dívida pública ou elevar seu nível de *superávit* primário e, conseqüentemente,

reduzir seus níveis de *déficit* operacional ou uma combinação de ambos, até o nível necessário à redução e estabilização do nível de preços.

Segundo Rocha & Silva (2004, p. 419), “a distinção-chave entre a TFNP e a abordagem tradicional está na forma de interpretar a restrição orçamentária intertemporal do governo, de acordo com a qual o valor do estoque real da dívida deve ser igual ao valor presente descontado dos *superávits* futuros”. Se num regime ricardiano esta restrição é tida nos termos de uma identidade, que tem em  $B_t$  e em  $f$  suas variáveis de ajuste, num regime não-ricardiano, ela é tida nos termos de mera condição de equilíbrio, tendo no nível de preços,  $P_t$ , sua variável de ajuste.

Está, portanto, implícita na interpretação da TFNP a não aceitação da hipótese da equivalência ricardiana, segundo a qual, para uma dada trajetória dos gastos públicos, a dívida pública e os impostos se equivalem. Assim, segundo a equivalência ricardiana, dado que uma maior dívida pública no presente equivale a uma maior carga tributária no futuro, não importa de que maneira se financie o *déficit* público; se via elevação de impostos, se via emissão de dívida; este financiamento não terá qualquer impacto sobre o nível de consumo privado e, conseqüentemente, sobre o nível geral de preços. A razão desta irrelevância dos principais instrumentos de política fiscal sobre o consumo e os preços, suposta a equivalência ricardiana, é a hipótese de não ser a dívida pública percebida enquanto riqueza pelos agentes, haja vista corresponder ela ao valor presente dos impostos futuros que deverão ser criados para saldá-la. No orçamento intertemporal das famílias, portanto, uma redução de impostos no presente, não acompanhada de equivalente redução nos gastos públicos, não implicaria qualquer variação na renda permanente nem, conseqüentemente, na demanda e no nível de preços (KOCHERLAKOTA. & PHELAN, 1999; MENDONÇA, 2003; ROCHA & SILVA, 2004).

Assim, num regime ricardiano, ainda que inicialmente o financiamento do *déficit* seja feito por intermédio de endividamento público (elevação de  $B_t$ ), o será, sempre, no horizonte temporal infinito, por intermédio seja de elevação da arrecadação seja da contração dos gastos, resultando, em ambos os casos, na elevação do *superávit* primário,  $f$ . As variáveis de ajuste para o governo seriam sempre o estoque da dívida pública,  $B_t$ , e os *superávits* orçamentários,  $f$ , restando o nível de preços,  $P_t$ , insensível aos movimentos das variáveis fiscais (KOCHERLAKOTA. & PHELAN, 1999; MENDONÇA, 2003; ROCHA & SILVA, 2004).

Numa tal situação, chamada por Woodford (1995) de regime ricardiano, o determinante último do nível de preços segue sendo, em conformidade com a escola monetarista e mesmo com a visão tradicional da dominância fiscal, a política monetária.

Para a TFNP, contudo, a expressão (03) representa tão somente uma condição de equilíbrio. “Nesse caso, como o estoque de dívida nominal é dado, e permitindo que  $f$  seja constante, tem-se que o ajustamento deve ocorrer através do nível de preços” (ROCHA & SILVA, 2004, p. 420). Nesta situação, chamada de não-ricardiana por Woodford (1995), a expressão (03) não será satisfeita, tal qual num regime ricardiano, para quaisquer níveis de preços, mas tão somente para aquele que iguale o valor real das obrigações do governo ao valor presente dos fluxos de seus resultados primários futuros. (WOODFORD, 1995).

Para Woodford (1995), o mecanismo de ajuste do nível de preços sob um regime não-ricardiano pode ser assim sintetizado:

*Fiscal policy affects the equilibrium price level for a simple reason. An increase in the price level reduces the real value of the net (outside) assets of the private sector, or equivalently, the real value of net government liabilities, assuming that there exists a positive quantity of nominal government liabilities (including, but not limited to, the monetary base). This reduction of private sector wealth naturally reduces private sector demand for goods and services, through a straightforward wealth effect. As a result, there will typically be only one price level that results in aggregate demand that equals aggregate supply. Changes in expectations regarding future government budgets have similar wealth effects, that require an offsetting change in the price level in order for equilibrium to be maintained. (WOODFORD, 1995, p. 2).*

O natural questionamento de se seria possível a um governo a implementação de políticas não-ricardianas ou, noutros termos, se seria empiricamente verificável a ocorrência de um regime não-ricardiano, é de difícil resposta e foge ao escopo deste trabalho. Consideramos, contudo, digno de menção o posicionamento de Kocherlakota & Phelan (1999) acerca da questão:

*Can the government implement non-Ricardian policies, even though households cannot? We argue that this question cannot be answered using data. Whether a fiscal policy is non-Ricardian concerns the government's behavior at unobserved price paths; therefore, such a determination is nontestable. Fundamentally, then, whether the government can follow a non-Ricardian policy is a religious, not a scientific, question. (KOCHERLAKOTA & PHELAN, 1999, p. 15).*

No arcabouço teórico da TFNP, a relação entre as políticas fiscal e monetária brasileiras ou, mais especificamente, a persistência da taxa básica de juros (Selic) em patamares demasiado

elevados, poderia ser interpretada, nos termos da equação (03), enquanto reação da autoridade monetária ao elevado nível de endividamento do setor público brasileiro e ao impacto deste sobre a evolução do nível de preços. A autoridade monetária, assim, por intermédio da contração da base monetária ou, o que se lhe equivale, da elevação da taxa básica de juros, estaria a buscar compensar as pressões da contínua e acelerada elevação do desequilíbrio orçamentário e do nível de endividamento público sobre o nível de preços.

### **2.3. Dívida pública e dominância fiscal em economias abertas.**

Temos em Blanchard (2004), uma terceira formulação da hipótese da dominância fiscal. Segundo Blanchard (2004), em economias abertas e na presença de i) elevado nível de endividamento público, ii) elevada parcela da dívida pública denominada em moeda estrangeira e iii) elevada aversão ao risco por parte dos demandantes de títulos da dívida pública, é rompido o mecanismo normal de valorização cambial e conseqüente redução do nível de preços provocado por elevações na taxa de juros internos (BLANCHARD, 2004, p. 32).

Neste contexto, uma elevação nas taxas de juros reais internos, determinada pela autoridade monetária, com o intuito de conter ou rebaixar o nível de preços, ao elevar o custo de rolagem da dívida pública bem como seu estoque total, elevaria também o risco de *default* sobre esta dívida. Dados o elevado grau de aversão ao risco e a elevada parcela dos títulos em propriedade de não-residentes, este maior risco de *default* deveria provocar uma fuga de capitais tanto dos títulos da dívida pública quanto do próprio país, resultando em pressões pela desvalorização da moeda nacional frente às moedas estrangeiras. O resultado final seria uma pressão adicional para a elevação do nível de preços provocada pelo impacto da desvalorização do câmbio sobre os componentes importados da oferta nacional bem como sobre os bens *tradeables*, pressão esta que, caso não seja compensada pelos efeitos recessivos da elevação da taxa de juros sobre a demanda interna, poderá resultar numa maior, e não numa menor, taxa de inflação. Num tal contexto, a política fiscal, mais que a política monetária, seria o instrumento correto na contenção do processo inflacionário (BLANCHARD, 2004, p. 3).

Esta formulação é sinteticamente apresentada, pelo autor, nos seguintes termos:

*A standard proposition in open-economy macroeconomics is that a central-bank-engineered increase in the real interest rate makes domestic government debt more attractive and leads to a real appreciation. If, however, the increase in the real interest rate also increases the probability of default on the debt, the effect may be instead to make domestic government debt less attractive, and to lead to a real depreciation. That outcome is more likely the higher the initial level of debt, the higher the proportion of foreign-currency-denominated debt, and the higher the price of risk.*

*Under that outcome, inflation targeting can clearly have perverse effects: An increase in the real interest in response to higher inflation leads to a real depreciation. The real depreciation leads in turn to a further increase in inflation. In this case, fiscal policy, not monetary policy, is the right instrument to decrease inflation. (BLANCHARD, 2004, p. 3)*

Assim, quanto maiores forem o nível de endividamento público total, a parcela da dívida pública denominada em moeda estrangeira e o grau de aversão ao risco, especialmente entre os detentores não-residentes de títulos da dívida pública, maior será a probabilidade de elevações na taxa de juros acarretarem não apreciação cambial e contenção do nível de preços, mas seu oposto, neutralizando a política monetária e frustrando suas metas de inflação. Num tal contexto de dominância fiscal, portanto, variáveis fiscais tais como nível de endividamento público e risco de *default* da dívida pública neutralizariam ou mesmo inverteriam os efeitos esperados da política monetária sobre o nível de preços. Aqui, quando se volta para a análise do caso brasileiro, não apenas a elevada taxa básica de juros, mas também o baixo nível de eficácia da política monetária na contenção do nível de preços explicar-se-iam, em última instância, pelo elevado nível de endividamento e pelo desequilíbrio orçamentário do setor público.

#### **2.4. Política fiscal, política monetária e inconvertibilidade da moeda nacional.**

Ainda no campo do pensamento convencional, mas desde uma outra perspectiva que não a da dominância fiscal, também Arida (2003a, 2003b) e Bacha (2003) abordam a relação entre taxas de juros excessivamente elevadas e desequilíbrio fiscal do setor público, destacando a questão da não plenitude da convertibilidade da moeda brasileira.

Para Arida, a preservação, ainda que meramente formal, de inúmeros mecanismos de controle cambial pelo Banco Central do Brasil (BCB) tem impedido a conclusão da passagem “do universo das taxas de câmbio administradas para o câmbio flutuante” (ARIDA, 2003b, p. 152). Este fato combinado à não independência desta instituição estaria a gerar uma forte carga de incerteza quanto à trajetória futura do valor da moeda brasileira, afetando negativamente as

possibilidades de arbitragem por parte do capital internacional. As altas taxas de juros cobradas pelo capital para ingressar ou permanecer no país seriam uma compensação pelo maior risco embutido na transação. Nas palavras do próprio autor;

Se tivéssemos plena conversibilidade, afastando o risco da reintrodução de controles cambiais por via administrativa, teríamos menores taxas de juros em dólares nos títulos de longo prazo no exterior e, por consequência, menores taxas de juros em reais. O custo de se manter o controle cambial no universo dos mundos possíveis é pago aqui e agora através de taxas de juros mais altas do que deveriam ser (ARIDA, 2003b, p. 154).

A necessidade de superávits primários em constante elevação, por sua vez, justificar-se-ia pela necessidade de se fazer frente à maior percepção de risco provocada pelas incertezas geradas pela conversibilidade restrita. Na ausência desses superávits, afirma Bacha (2003), o efeito da percepção de risco recairia todo ele sobre o valor externo da moeda, provocando desvalorização cambial e pressão inflacionária.

Para Bacha (2003), o prêmio de risco embutido nas taxas de juros que remuneram os empréstimos externos e, por arbitragem, também os internos, depende positivamente do nível de déficit público. Segundo o autor, ter-se-ia um equilíbrio macroeconômico “ruim” sempre que elevados níveis de déficit público fizessem elevar o prêmio de risco e a taxa de juros, dado que isto preservaria a estabilidade do câmbio e do nível de preços, mas forçaria a redução dos níveis de investimento e renda. Nos termos do próprio autor,

Para coordenar as decisões de mercado na direção do bom equilíbrio, parece ser essencial atacar de frente as reformas fiscal, previdenciária e trabalhista – para dar solvência às contas públicas no longo prazo de uma forma consistente com a retomada do investimento privado. Por isso mesmo, no curto prazo, tais reformas serviriam para melhorar o humor dos investidores, criando, assim, um ambiente propício para a introdução do programa de conversibilidade plena proposto por Pêrsio Arida (BACHA, 2003, p. 150).

Os autores prognosticam, então, para a redução das taxas de juros, a combinação de um consistente equilíbrio fiscal com a remoção de todo e qualquer mecanismo que possibilite ao BCB, no futuro, intervir no regime cambial brasileiro, vale dizer, prognosticam o aprofundamento do modelo de integração externa da economia brasileira, ampliando ainda mais sua dependência em relação aos fluxos financeiros internacionais.

Quanto às origens do desequilíbrio fiscal, domina o campo do pensamento convencional a visão segundo a qual a persistência de elevados níveis de gastos correntes não financeiros seria a principal responsável pela deterioração das contas públicas. Em sua análise do resultado operacional do setor público brasileiro nos anos 1990, Giambiagi (2007) imputa dois terços de sua deterioração aos gastos públicos não financeiros, concentrando-se, os excessos fiscais, nos gastos sociais. Às despesas com juros reais caberia a responsabilidade pelo um terço restante. Mais importante que essas frações, contudo, é a direção da causalidade suposta pelo autor. Para Giambiagi, a parcela do resultado operacional devida ao pagamento de juros é consequência direta da tentativa do BCB de conter as pressões inflacionárias causadas pelo excesso de gasto primário. Tanto a elevada taxa de juros quanto a deterioração das contas públicas seriam, portanto, consequências de elevados gastos correntes não-financeiros.

Para esta corrente teórica, portanto, a atual política fiscal brasileira encontra-se na raiz da combinação de baixo crescimento econômico, instabilidade macroeconômica e elevado endividamento do setor público; e sua dissolução, via redução da taxa básica de juros, pressuporia uma forte redução dos gastos não financeiros do governo.

Cabe menção a que, segundo esta visão, os efeitos adversos que um ajuste fiscal poderia ter sobre os níveis de emprego e renda seriam largamente compensados pelos efeitos “não keynesianos” desta política. Tratar-se-ia de uma “contração expansionista”, a qual, ao restabelecer o equilíbrio fiscal intertemporal do setor público, provocaria a queda do risco-país e da taxa de juros, induzindo um círculo virtuoso de crescimento econômico com estabilidade do nível de preços (GIAVAZZI & PAGANO, 1995).

\*

Do que foi exposto até aqui percebe-se, implícita ou explícita, na hipótese da dominância fiscal, em cada uma de suas três versões, uma função de reação da autoridade monetária, relacionando o nível de endividamento do setor público e, conseqüentemente, seus níveis de resultados fiscais, dentre outras variáveis, à taxa de juros de curto prazo. É o que afirmam Gomes & Holland (2003), quando analisam a política monetária brasileira nos termos de uma Regra de Taylor expandida, de modo a incluir entre suas variáveis independentes, além do nível de preços e do hiato do produto, presentes desde a formulação original desta regra (TAYLOR, 1983), também o nível de endividamento do setor público. Segundo estes autores,

ao estipular a taxa de juros básica da economia, o BC leva em consideração não só o hiato de produto e o desvio da inflação em relação à meta mas, também, o nível e a composição da dívida pública do País. Em poucas palavras, a hipótese do artigo é de que o BC coordena sua regra de taxa de juros também em função do grau de endividamento público do País dado a influência deste fator na economia do País como um todo (GOMES & HOLLAND, 2003, p.334).

Ressalvados detalhes de pouca ou nenhuma significação para o propósito deste estudo, a interpretação que o *mainstream* econômico tem dispensado à política monetária praticada pelo Brasil ao longo da última década e meia assume a hipótese da dominância fiscal em uma de suas três versões, enquadrando-a, explícita ou implicitamente, numa função de reação do Banco Central de tipo Regra de Taylor expandida, como a apresentada por Gomes & Holland (2003). Segundo essas interpretações, a origem última das altas taxas de juros praticadas no país encontra-se no desequilíbrio orçamentário do nosso setor público ou, mais especificamente, em sua incapacidade de gerar *superávits* primários suficientes para cobrir sua despesa financeira e ainda gerar um *superávit* operacional destinado à amortização do estoque da dívida pública e suficiente para imprimir uma trajetória descendente ao nível de endividamento público. É o que buscamos evidenciar abaixo.

Para a corrente ortodoxa hoje dominante na teoria econômica brasileira, não obstante ter o Plano Real alcançado grande sucesso no controle da inflação, foram preservadas algumas sérias fragilidades na gestão macroeconômica, dentre as quais mereceria lugar de destaque o desequilíbrio fiscal do setor público (BLANCHARD, 2004; GIAMBIAGI, 2005; GIAMBIAGI, 2007; MENDES, 2006; TANNER & RAMOS, 2002; VELLOSO, 2006). Desconsiderados matizes que singularizam a interpretação de cada autor, poderíamos afirmar que, segundo esta corrente, a persistência de elevados níveis de gasto público primário seria a principal responsável pela deterioração das contas públicas e das contas externas bem como pela manutenção das taxas de juros de curto prazo em patamares significativamente superiores à média internacional.

Enquanto a deterioração das contas públicas deveria ser, sempre segundo os autores, enfrentada com majorações tributárias e com captação de recursos privados via mercado aberto, a deterioração das contas externas, mais especificamente da balança comercial, deveria ser enfrentada com a atração de capitais externos. Ambos os enfrentamentos, o do desequilíbrio fiscal do setor público e o do desequilíbrio da balança comercial, dar-se-iam, contudo, necessariamente via elevação da taxa de juros e, conseqüentemente, via contração do consumo e

do investimento privados, configurando-se, assim, entre nós, um regime de dominância fiscal. Na avaliação desta corrente, a fragilidade desta estratégia, logo se revelaria.

A forte elevação da relação DLSP/PIB, conseqüência tanto da sucessão de elevados déficits operacionais quanto do baixo crescimento do produto, especialmente no período 1995-2003, deterioraria progressivamente as condições de financiamento dos déficits gêmeos brasileiros, fazendo com que o financiamento das contas públicas e externas tivesse que ser feito a taxas de juros crescentes o que, por sua vez, viria agravar não apenas a taxa de remuneração das dívidas interna e externa, mas também a compressão do já debilitado nível de investimento interno (MENDES, 2006). Para Giambiagi (2005) e Mendes (2006), a ruptura deste verdadeiro círculo vicioso de endividamento público e baixo crescimento econômico passaria necessária e suficientemente pela redução dos gastos primários do governo central.

Analisando o resultado operacional do setor público brasileiro no período de 1991 a 1998, Giambiagi (2005) imputa dois terços de sua deterioração aos gastos públicos não financeiros, concentrando-se os excessos fiscais nos gastos sociais, restando às despesas com juros reais a responsabilidade pelo um terço restante. Mais importante que essas frações, contudo, é a direção da causalidade suposta pelo autor. Para Giambiagi, a parcela do resultado operacional devida ao pagamento de juros é conseqüência direta da tentativa do Banco Central de conter as pressões inflacionárias causadas pelo excesso de gasto primário. Tanto a elevada taxa de juros quanto a deterioração das contas públicas seriam, portanto, conseqüências de uma política fiscal expansionista. Para Mendes,

a redução do gasto não-financeiro cria condições para que a taxa de juros caia mais rapidamente. Quanto menor a necessidade de financiamento do setor público, menor a sua demanda por crédito e a sua vulnerabilidade a crises financeiras. Quanto menor a expansão da demanda agregada provocada pelo gasto público não-financeiro, menor a necessidade de usar a política monetária para frear a economia (MENDES, 2006, p.307).

Deste diagnóstico, de um Estado gastador na raiz de uma economia estagnada e de um setor público endividado, segue quase automaticamente o prognóstico:

Em particular, paralelamente a uma reforma tributária que diminua as distorções atuais, que são um dos obstáculos a uma intensificação maior do ritmo de crescimento, seria conveniente aprovar medidas que permitissem modificar as regras que regem o sistema de aposentadorias e pensões; estabelecer limites ao crescimento do gasto corrente; e ter

uma redução do grau de vinculações orçamentárias como forma de abrir espaço para um aumento do investimento público (GIAMBIAGI, 2007, p. 41).

Frente às incríveis capacidades do Estado brasileiro de arcar com suas despesas financeiras e do setor privado de manter um crescimento mínimo mesmo em ambiente macroeconômico extremamente adverso, conclui Giambiagi (2007) que, a médio prazo, a consequência mais provável da não contenção do gasto corrente seria, não o *default* da dívida pública, mas a limitação do crescimento econômico e do emprego a taxas bastante inferiores às permitidas pelo potencial da economia brasileira.

Tal qual Giambiagi (2007) e Mendes (2006), Velloso (2006) atribui diretamente ao desequilíbrio fiscal as baixas taxas de crescimento econômico que tem apresentado o Brasil na última década e meia.

o Brasil não consegue crescer a taxas elevadas porque não resolveu o desequilíbrio crônico de suas contas públicas. Esse desequilíbrio joga todo o ônus do controle da inflação sobre a política monetária, que precisa lançar mão de juros estratosféricos para manter a inflação sob controle, enquanto o déficit fiscal continua jogando lenha na fogueira da demanda agregada, que pressiona os preços. O resultado é inflação sob controle e crescimento pífio. Outra opção seria baixar juros, sem fazer ajuste fiscal, ter algum crescimento de curto prazo e, em seguida, arcar com os custos da desordem econômica decorrente da volta da inflação alta. Ou seja, não há solução adequada sem que haja ajuste fiscal (VELLOSO, 2006, p. 221).

Para a corrente teórica representada por este grupo de autores, em linha com a tese da dominância fiscal, a atual política fiscal brasileira encontra-se na raiz da combinação de baixo crescimento econômico com elevado endividamento do setor público, e sua dissolução, via redução da taxa básica de juros, pressuporia uma forte redução dos gastos não financeiros do governo.

### 3. A POLÍTICA MONETÁRIA RESTRITIVA COMO DETERMINANTE DO DESEQUILÍBRIO FISCAL DO SETOR PÚBLICO - UMA VISÃO ALTERNATIVA.

Retomando a tipologia de Sargent & Wallace (1981), configura-se um regime de dominância monetária sempre que a autoridade monetária constitui a autoridade ativa e define a meta de inflação a ser alcançada e, conseqüentemente, a taxa básica de juros compatível com esta meta. Fixada a taxa de juros, o montante de moeda a ser emitida a título de imposto inflacionário torna-se uma variável determinada endogenamente. Sob regime de dominância monetária, portanto, dado o montante de arrecadação fiscal e a demanda privada por títulos da dívida pública, a autoridade monetária definirá, de forma autônoma, a restrição orçamentária do governo, restrição esta que deverá ser observada pela autoridade fiscal, passiva na determinação de suas principais variáveis. A política fiscal haverá de ser feita, então, tendo como única variável de ajuste o nível de gastos públicos. Sob regime de dominância monetária e com política monetária restritiva, portanto, caberia à autoridade fiscal contrair o nível de gastos de modo a adequá-lo à restrição orçamentária previamente definida pela autoridade monetária. Uma vez que, sob o novo consenso ortodoxo a solvência do setor público ganha status de variável-chave na gestão da política econômica, em ambiente de elevado endividamento público e de política monetária restritiva, caberá à autoridade fiscal gerar, por intermédio da contração dos gastos primários, *superávits* primários suficientes para conter em níveis reduzidos os *déficits* operacionais do governo e imprimir uma trajetória intertemporalmente sustentável ao nível de endividamento do setor público.

Uma ampla e heterogênea gama de autores tem assumido, de forma explícita ou implícita, esta hipótese para interpretar, numa chave distinta e mesmo contrária àquela apresentada no Capítulo 2 desta dissertação, a relação entre as políticas monetária e fiscal no contexto econômico brasileiro pós-Plano Real<sup>7</sup>.

Em dissonância com a visão convencional apresentada no Capítulo 2, segundo a qual o êxito da política de estabilização do nível de preços teria sido alcançado a despeito do desequilíbrio fiscal do setor público, esta corrente teórica aponta as condições fiscais

---

<sup>7</sup> Dentre os autores que defendem esta perspectiva, destacamos Belluzzo & Almeida (2002), Bresser-Pereira (2007), Carneiro (1999, 2002, 2007), Carvalho (2001, 2007), Filgueiras (2000), Garcia (2008) e Lopreato (2002, 2006, 2008).

excepcionalmente favoráveis herdadas pelo Governo Cardoso e expressas na consecução de superávits tanto primários quanto operacionais nos anos que precederam a instituição do Plano Real, em baixo nível de endividamento público e em amplas margens de expansão da arrecadação tributária, como fatores decisivos para o sucesso do plano (CARVALHO, 2001). Para Lopreato (2006), longe de se constituir em origem de pressões inflacionárias e de instabilidade macroeconômica e longe de se constituir em empecilho ao sucesso da política de estabilização, a política fiscal brasileira teria incorporado, durante o Plano Real, “o papel de fiadora do espaço de valorização do capital e de responsável por afastar o risco de *default* da dívida pública” (LOPREATO, 2006, p. 208), papel crucial à preservação das expectativas dos agentes quanto à solvência do Estado e à sustentação do padrão de financiamento dos custos das ancoragens cambial e monetária do nível de preços. Para Carvalho (2001), igualmente,

o crescimento expressivo da receita tributária e da dívida pública foi capaz de acomodar os custos de políticas fundamentais para o êxito do programa [de estabilização monetária], em especial, a valorização do câmbio e os juros altos, utilizados como instrumentos anti-inflacionários e de equilíbrio das contas externas, e permitiu acomodar também os custos do socorro ao sistema bancário e da consolidação de passivos herdados dos anos de alta inflação (CARVALHO, 2001, p. 01).

Segundo Carvalho (2001), os principais fatores responsáveis pela acentuada elevação da Dívida Líquida do Setor Público no período que se seguiu a implementação do Plano Real foram i) elevadas taxas de juros; ii) esterilização dos capitais externos atraídos pelas altas taxas de juros; iii) impacto cambial da crise de 1998; iv) socorro a agentes econômicos em crise, em especial aos grandes bancos privados e públicos; e v) reconhecimento de dívidas passadas, os “esqueletos”. Os três primeiros fatores encontram-se diretamente relacionados à estratégia de estabilização posta em prática pelo Plano Real. As altas taxas de juros sustentaram a âncora cambial num primeiro momento e integraram o *core* mesmo da âncora monetária quando da adoção do regime de metas de inflação a partir de 1999; a esterilização dos influxos de capitais externos constituiu medida indispensável à contenção da expansão da base monetária e, conseqüentemente, à eficácia da política monetária restritiva; e os impactos da crise cambial de 1998 explicam-se, ao menos em parte, pela sustentação da sobrevalorização cambial por tempo demasiado longo e em ambiente fortemente adverso bem como pela estratégia de estabilização calcada, em grande

medida, na ampla liberalização das relações financeiras da economia com o exterior. O quarto fator, por sua vez, encontrar-se-ia relacionado, segundo o autor, apenas indiretamente à estratégia de estabilização adotada pelo plano, haja vista ter sido a crise bancária de 1995, desencadeadora do PROER e, num momento posterior, também do PROES, precipitada e agravada pela guinada recessiva da política monetária já em fins de 1994. O último fator, finalmente, deveria ser percebido como alheio ao plano, dado que o reconhecimento das dívidas antigas e reclamadas judicialmente ou ao menos de parte delas haveria de ser feito em algum momento, independentemente de qual política econômica estivesse sendo posta em prática. Assim, a evolução do nível de endividamento do setor público brasileiro a partir de 1993 teria refletido, em boa medida, segundo Carvalho (2001), a absorção dos custos da estratégia de estabilização posta em prática pelo Plano Real, estratégia esta calcada na ampla liberalização comercial e financeira da economia em suas relações externas e no emprego das ancoragens cambial e monetária do nível de preços.

Em consonância com Carvalho (2001, 2007), Ferreira (2008) conclui, em sua análise das transformações das prioridades no gasto público brasileiro durante a última década e meia, que

a maior parte da elevação do total da Execução Orçamentária ocorreu devido ao aumento da Amortização da dívida – Refinanciamento, que passou de R\$ 157 bilhões para R\$ 507,6 bilhões entre 1994-2005, uma elevação de 223%. Isso resultou no grande aumento da participação dessa rubrica nos gastos – de 24,51%, passou a representar 45,16% do total. Isto é fundamental para destacar que o tamanho do refinanciamento não se deve apenas a mudanças no marco legal – como a sua contabilização, a partir de 1989, no balanço do Tesouro Nacional – mas à real importância dessa rubrica dentro da execução do Orçamento e como o comprometimento do Estado, com a dívida, manteve-se elevado, sem que o pagamento de juros e amortizações permitisse reduzir o montante comprometido com o refinanciamento da dívida (FERREIRA, 2008, pp. 95-96).

O período de implementação da política de estabilização monetária teria, assim, caracterizado-se pela incontestável preeminência da gestão da dívida pública em ambiente de política monetária fortemente restritiva. Esta preeminência teria sido, segundo Ferreira (2008), responsável pela persistente contração dos gastos não financeiros do Estado, em especial dos gastos com investimentos, em favor da acentuada elevação dos gastos relacionados com o refinanciamento e amortização da dívida pública. Em face dos impactos das altas taxas de juros e da instabilidade cambial a partir de 1999 sobre o estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal,

crescentemente indexada á taxa Over/Selic e à taxa de câmbio, contudo, os esforços de contenção fiscal nas rubricas não financeiras do orçamento mostraram-se insuficientes para compensar os altos gastos financeiros do governo. Restou, assim, a emissão de novos títulos pós-indexados (à taxa básica de juros e à taxa de câmbio) e a conseqüente elevação do estoque da dívida pública como variável de ajuste do orçamento.

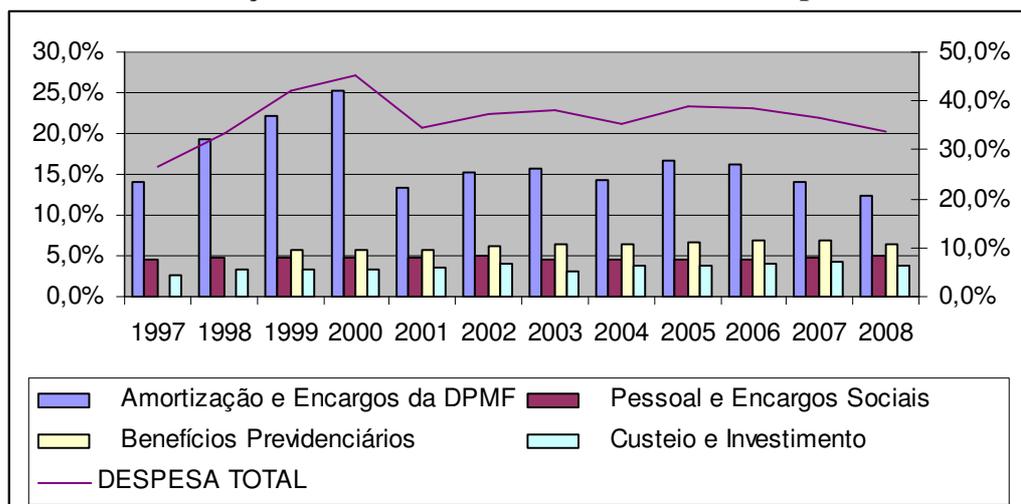
Garcia (2008) analisa a evolução e os principais determinantes das Despesas Correntes da União no período pós-Plano Real e suas conclusões vão ao encontro das de Lopreato (2006), Carvalho (2001, 2007) e Ferreira (2008). Para Garcia (2008), ao longo da última década e meia no Brasil, o principal determinante do crescimento das Despesas Correntes da União teria sido, não o aumento dos gastos sociais ou com pessoal, como tem alegado persistentemente a visão convencional; mas sim as despesas com juros e encargos da dívida pública (GARCIA, 2008). Nas palavras do próprio autor,

a principal causa do crescimento das Despesas Correntes da União não foi o aumento dos gastos sociais ou com pessoal. Quem mais impulsionou o crescimento das DCUs foram as despesas com juros e encargos da dívida. ... É inegável que os itens da despesa da União que aumentaram a participação relativa, de meados dos anos 1990 até 2006, foram: amortização da dívida (259,15%); juros e encargos da dívida (174,4%); e transferências a estados, Distrito Federal e municípios (134,9%). Todos os demais caíram, com destaque para pessoal e encargos, quase reduzidos à metade (GARCIA, 2008, pp. 06-13).

As estatísticas da Execução Financeira do Tesouro Nacional, apresentadas no Gráfico 3.1, parecem sustentar as conclusões dos autores supracitados. Duas conclusões podem ser imediatamente tiradas da observação destes dados, quais sejam, as de que, ao longo do período 1997/2008, i) os gastos com amortização e encargos da DPMF constituíram, claramente, o principal componente das despesas totais do setor público na esfera federal e ii) a evolução da despesa total acompanhou *pari passu* a evolução da despesa com amortização e encargos da DPMF. As despesas com benefícios previdenciários e com pessoal e encargos sociais, por sua vez, constantemente apontados como fontes crônicas de excessos fiscais e como dois dos principais determinantes do desequilíbrio orçamentário do setor público, vêm de apresentar, no caso do primeiro, pequena elevação de 0,6 pontos percentuais em relação ao PIB e, no caso do segundo, uma quase estabilidade em torno da média de 4,7% do PIB. Trata-se de valores aos

quais muito dificilmente se poderia imputar grande relevância na determinação dos gastos totais frente à participação média em quase 17% do PIB, apresentada pelas despesas com Amortização e Encargos da DPMF.

**Gráfico 3.1. Execução financeira do Tesouro Nacional – Despesas - % PIB (1997/2008).**



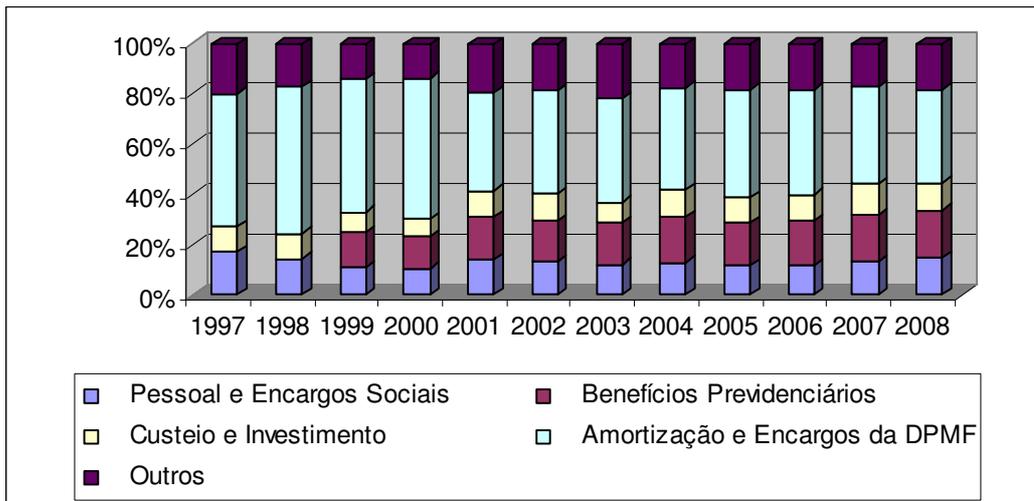
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional <[www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br)>.

De acordo com o Gráfico 3.2, de 1997 a 2000, a despesa com amortização e encargos da DPMF representou mais de 50% da despesa total do Tesouro Nacional. Apesar da queda acentuada dos gastos financeiros a partir de 2001, estes persistiram representando, em média, mais de 40% da despesa total. A despesa com benefícios previdenciários apresentou pequena elevação nesta participação e mantendo-se a despesa com pessoal e encargos sociais praticamente estável. Merece destaque ainda a reduzida participação e trajetória errática da despesa com custeio e investimento (Gráficos 3.1 e 3.2), o que sugere estar funcionando esta rubrica, junto com a dívida pública, como importante variável de ajuste orçamentário frente à elevação das despesas financeiras.

Em perfeita conformidade com a hipótese analisada neste capítulo, os dados da Execução Financeira do Tesouro Nacional brasileiro para o período de 1997/2008 apontam, assim, para duas conclusões: i) as despesas com amortização e encargos da DPMF (despesa financeira) têm constituído o principal determinante da despesa pública total; e ii) a magnitude da participação da despesa financeira no total da despesa do setor público torna não factíveis quaisquer tentativas de

se atingir o equilíbrio orçamentário operacional por intermédio unicamente da contração da despesa não-financeira do setor público, preservando-se intocável seu componente financeiro, como querem os que postulam a visão convencional.

**Gráfico 3.2. Execução financeira do Tesouro Nacional – Despesas - % Despesa (1997/2008).**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional <[www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br)>.

Os dados parecem ainda contrariar a alegação convencional de que a incapacidade do setor público em equilibrar seu orçamento e imprimir uma trajetória descendente ao estoque de dívida pública sem, para isto, ter de sacrificar o investimento público, seria determinado preponderantemente por suas despesas não financeiras, com destaque para gastos previdenciários, com pessoal e com manutenção da máquina pública. Ao contrário, o que deles se depreende é que os elevados níveis de despesa total e, conseqüentemente, de déficits orçamentários operacionais e nominais e do estoque da dívida pública têm tido na despesa financeira seu principal determinante.

A desagregação dos componentes do déficit público nominal, apresentada na Tabela 3.1, reforça a hipótese da dominância monetária sobre a política fiscal, vale dizer, a hipótese de que a persistência do elevado desequilíbrio orçamentário do setor público tem tido nos gastos financeiros seu principal determinante. Conforme se verifica desta tabela, a despeito da significativa elevação da participação do déficit das contas da previdência social na formação do déficit nominal (participação esta que saltou de 0,24% do PIB, em 1998, para 1,25% do PIB em

2008, atingindo o pico de 1,78% do PIB em 2006), o resultado orçamentário primário do setor público brasileiro apresentou uma trajetória fortemente ascendente ao longo de todo o período, passando de um superávit primário praticamente nulo em 1998 para um superávit primário de 3,68% do PIB em 2008, tendo atingido níveis de quase 4% do PIB em 2005. Frente às elevadas despesas com juros nominais, contudo, cuja participação média na composição do déficit nominal do período ultrapassou os 7% do PIB, o que se conseguiu com este espetacular esforço de contenção fiscal foi, até o ano de 2003, nada mais que conter a trajetória explosiva do déficit nominal. A partir de 2004, o declínio do déficit nominal pareceu responder mais à trajetória declinante da despesa com juros que aos resultados primários, os quais mantiveram-se praticamente inalterados em relação aos cinco anos anteriores.

**Tabela 3.1. Necessidade de Financiamento do Setor Público - % PIB (1998/2008).**

Discriminação	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nominal	6,97	5,28	3,37	3,29	4,42	5,13	2,79	3,38	3,54	2,75	1,98
Juros nominais	6,98	8,20	6,61	6,67	7,63	8,47	6,59	7,31	6,78	6,21	5,66
Primário	-0,01	-2,92	-3,24	-3,38	-3,21	-3,34	-3,80	-3,93	-3,24	-3,45	-3,68
Nível federal	0,17	-2,73	-2,59	-2,30	-2,25	-2,29	-2,78	-2,79	-2,18	-2,29	-2,55
Governo federal	-0,31	-3,09	-2,63	-2,73	-3,36	-3,84	-4,36	-4,36	-3,95	-4,04	-3,74
Bacen	0,00	0,07	0,04	0,05	0,05	0,01	0,02	0,01	0,01	0,02	0,02
INSS	0,24	0,89	0,85	0,99	1,15	1,55	1,65	1,75	1,78	1,73	1,25
Empresas estatais federais	0,23	-0,60	-0,86	-0,61	-0,09	-0,01	-0,09	-0,19	-0,01	0,00	-0,08
Nível regional	-0,18	-0,19	-0,64	-1,08	-0,96	-1,05	-1,02	-1,14	-1,07	-1,16	-1,13

Fonte: Banco Central do Brasil <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>.

A desagregação da DLSP em relação ao PIB em seus principais determinantes (Tabela 3.2) induz a conclusões análogas, destacando, contudo, além da crescente participação do resultado orçamentário primário em sua contenção e da sempre elevada participação da despesa financeira em sua elevação; os efeitos do ajuste cambial e do crescimento do PIB sobre a trajetória da variável. De acordo com a Tabela 3.2, a partir de 1999, o resultado orçamentário primário ganha destaque na contenção da relação DLSP/PIB, contribuindo em média, desde então e até o ano de 2008, para uma redução anual do nível de endividamento da ordem de 3,4% do PIB. Junto com o crescimento do PIB, o superávit primário constituiu o principal fator de redução da relação DLSP/PIB no período 1999/2008. Apesar de a combinação destes dois fatores terem contribuído para uma redução do nível de endividamento público da ordem de 8% do PIB ao ano, somente a partir de 2004 a relação DLSP/PIB passa a apresentar variações negativas. O

principal determinante desta resistência da trajetória ascendente do nível de endividamento do setor público parece ter sido, mais uma vez, a despesa financeira representada pelo pagamento de juros nominais, a qual foi responsável, durante o período, por uma elevação média anual de 6,7% do PIB.

**Tabela 3.2. Evolução da DLSP – Fatores condicionantes (% PIB) (1996-2008).**

Discriminação	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dívida líquida total - saldo	30,7	31,8	38,9	44,5	45,5	49,8	51,3
Dívida líquida - var. ac. ano	2,7	1,1	7,1	5,6	1,0	4,3	1,5
Fatores condicionantes	6,9	4,0	7,8	11,3	3,8	8,6	12,4
NFSP	5,1	5,3	6,9	4,9	3,2	3,1	3,7
Primário	0,1	0,9	0,0	-2,7	-3,1	-3,2	-2,7
Juros nominais	5,0	4,5	6,9	7,5	6,3	6,4	6,5
Ajuste cambial	0,2	0,4	0,7	6,0	1,5	2,3	8,5
Dívida externa - outros ajustes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reconhecimento de dívidas	1,7	0,0	1,5	1,2	0,7	3,3	0,4
Privatizações	-0,1	-1,7	-1,3	-0,8	-1,6	-0,1	-0,2
Efeito do crescimento do PIB	-4,2	-2,9	-0,7	-5,7	-2,8	-4,3	-10,9
Discriminação	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Dívida líquida total - saldo	53,5	48,2	48,0	45,9	43,9	38,8	
Dívida líquida - var. ac. ano	2,2	-5,3	-0,2	-2,1	-2,0	-5,0	
Fatores condicionantes	2,2	2,4	2,5	3,2	3,2	-1,6	
NFSP	5,0	2,7	3,4	3,5	2,6	1,9	
Primário	-3,3	-3,6	-3,9	-3,2	-3,3	-3,6	
Juros nominais	8,3	6,3	7,3	6,6	5,9	5,5	
Ajuste cambial	-3,8	-0,9	-1,0	-0,3	0,8	-2,6	
Dívida externa - outros ajustes	0,9	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,9	
Reconhecimento de dívidas	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	
Privatizações	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	
Efeito do crescimento do PIB	0,0	-7,7	-2,7	-5,3	-5,2	-3,5	

Fonte: Banco Central do Brasil – Boletim Finanças Públicas (disponível em [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br))

De acordo com as estatísticas apresentadas, portanto, a política fiscal, em especial os gastos não financeiros, apontados pela visão convencional como o principal empecilho à política de estabilização macroeconômica, em especial à estabilidade monetária, parece vir atuando de fato como absorvedora dos custos da implementação desta política. Os dados parecem sustentar conclusões como as de Carvalho (2007), para quem,

desde o início do Plano Real, o aumento da dívida pública representou uma válvula de escape para as tensões do programa antiinflacionário. O aumento da dívida pública foi o instrumento que viabilizou a prática de juros reais elevados, a oferta de *hedge* nas ameaças de crise cambial, a viabilização dos acordos com os estados e o reconhecimento de dívidas antigas, os “esqueletos”. A dívida pública representou a principal variável de ajuste, sem metas definidas e submetida reiteradamente a novas exigências, a depender de problemas e tensões imprevistas (CARVALHO, 2007, p. 383).

Adicionalmente e em perfeita consonância com as abordagens já apresentadas, Carneiro (2002) conclui, da análise da composição dos déficits nominais do setor público brasileiro nos anos que se seguiram à instituição do Plano Real que este déficits:

se deveram a uma carga de juros crescente que chegou a patamares inusitados em 1998 e 1999. Em contrapartida, o balanço primário manteve-se praticamente equilibrado no mesmo período, não tendo, portanto, nenhuma responsabilidade na formação desse déficit. Pode-se concluir, então, que o déficit teve origem puramente financeira, ou seja, resultou diretamente da manutenção da taxa de juros elevada que foi uma peça essencial da abertura e da estabilização (CARNEIRO, 2002, p. 388).

A estratégia de estabilização adotada pelo Plano Real, encontrar-se-ia, assim, na raiz da persistência do desequilíbrio orçamentário e da elevação do nível de endividamento do setor público brasileiro ao longo da última década e meia. Compreender as origens e a natureza da precariedade do quadro atual da política fiscal brasileira, pressuposto necessário a seu equacionamento, deverá implicar, portanto, a compreensão mais aprofundada da própria estratégia de estabilização monetária inaugurada com o Plano Real e preservada, em linhas gerais, até os dias de hoje.

### **3. 1. Uma interpretação heterodoxa do Plano Real.**

Uma vez aceita a hipótese de que o desequilíbrio fiscal do setor público brasileiro, expresso na persistência de elevados déficits operacionais e elevado nível de endividamento público, seria consequência direta da política monetária restritiva, explicar aquele desequilíbrio implicará necessariamente explicar a natureza mesma do Plano Real bem como os elementos que nele perpetuam a prática de uma política monetária das mais restritivas do mundo.

O Plano Real consistiu, fundamentalmente, na tentativa de se restaurar, por intermédio da vinculação relativamente estável do valor da moeda nacional ao valor do dólar americano, a moeda nacional enquanto unidade de suas três funções clássicas, quais sejam, meio de troca, unidade de conta (sobretudo enquanto unidade de preço dos contratos, os quais deveriam voltar a

ter seus valores nominais fixados na moeda nacional, e dos estoques de riqueza privada), e reserva de valor (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002).

Para Belluzzo & Almeida (2002, p. 372), “com a adoção do Plano Real, o Brasil estava, na verdade, abandonando as regras de um regime de moeda fiduciária não conversível e taxa real de câmbio fixada pelo Banco Central”. Segundo os autores, a adoção desta estratégia de estabilização teria significado, de fato, um retrocesso às normas do *exchange standard*, em que a defesa do valor externo da moeda nacional tornou-se o objetivo principal e quase único da política econômica, objetivo este ao qual todos os demais passaram a se submeter. Teria, assim, esta estratégia constituído uma abdicação, que se pretendia temporária, da soberania monetária do Estado brasileiro; abdicação esta que redundaria na clara renúncia, por parte do Estado, à prerrogativa de utilização das políticas monetária, cambial e fiscal enquanto instrumentos de política econômica.

A noção da estratégia de ancoragem cambial do nível de preços enquanto espécie de *exchange standard* condiz perfeitamente com o receituário de medidas econômicas que a acompanharam. É plenamente sabido que neste receituário ocupam lugar de destaque as fortes restrições à atuação do Estado enquanto agente econômico, especialmente no que diga respeito à determinação de agregados e preços macroeconômicos. Sob o novo consenso ortodoxo, importante defensor da âncora cambial, ao Estado caberia fundamentalmente a garantia da estabilidade monetária e de um arcabouço institucional capaz de proteger a valorização e propriedade do capital, estando incluída na garantia da propriedade a não existência de controles do movimento de capitais externos. De fato, o reiterado comprometimento do Estado com rígidas regras de gestão da política econômica (comprometimento em não lançar mão de políticas discricionárias) combinado com a ampla liberalização das relações comerciais e financeiras do país com o exterior foi constante quando da implementação das estratégias de estabilização baseadas em âncoras cambiais nos principais países da América Latina ao longo das últimas duas décadas.

Esta estratégia supõe a existência de substanciais reservas internacionais e a continuidade de um fluxo de financiamento externo capazes de sustentar o valor externo da nova moeda e, em ambiente de abertura comercial e por intermédio dos bens *tradeables*, seu valor interno. Estes níveis de reserva e financiamento externo deverão ser suficientes para superar o período de

afirmação da nova moeda (em ocorrendo reforma monetária), período este que, a depender dos elementos apresentados pela gestão da política econômica bem como da percepção dos agentes em relação a esses elementos, poderá ser de maior ou menor duração.

A sustentação desta política de estabilização encontra-se, assim, na dependência da preservação de um ambiente externo relativamente estável com suficiente liquidez e conseqüente continuidade do influxo de capitais externos para financiar a sustentação do câmbio nos países emergentes, bem como da oferta, pelo país, de elevadas taxas de remuneração do capital externo. A ampla abertura comercial e financeira do país ao exterior, percebida pelos agentes como definitiva, combinada a um firme compromisso do governo com a manutenção da estabilidade monetária e da relativa estabilidade cambial provocariam no médio prazo, por intermédio da operação da “lei de um só preço”, a convergência das taxas de inflação e juros domésticas na direção das taxas de inflação e juros internacionais. Esta convergência deveria fazer com que os capitais externos, inicialmente atraídos pelos diferenciais de taxas de juros e direcionados ao financiamento do déficit em transações correntes, fossem progressivamente atraídos pela valorização dos ativos domésticos e direcionados a novos investimentos produtivos, os quais deveriam, no médio prazo, reverter em superávits os resultados negativos das transações correntes, tornando o país um poupador líquido e liberando-o da necessidade do financiamento externo.

Para Carneiro (2002), a estratégia de estabilização monetária baseada em ancoragem cambial do nível de preços integrou um conjunto mais amplo de políticas e reformas de cunho liberalizante cujo objetivo principal teria sido “o estabelecimento de um padrão de crescimento centrado numa nova inserção internacional e na redefinição do papel do Estado” (CARNEIRO, 2002, p. 27). Para o autor, esta nova estratégia ortodoxa de crescimento e estabilização monetária teria se apoiado em quatro supostos:

1. a estabilidade de preços cria condições para o cálculo econômico de longo prazo, estimulando o investimento privado; 2. a abertura comercial (e a valorização cambial) impõe disciplina competitiva aos produtores domésticos, forçando-os a realizar ganhos substanciais de produtividade; 3. as privatizações e o investimento estrangeiro removeriam gargalos de oferta na indústria e na infra-estrutura, reduzindo custos e melhorando a eficiência; 4. a liberalização cambial, associada à previsibilidade quanto à evolução da taxa real de câmbio, atrairia ‘poupança externa’ em escala suficiente para

complementar o esforço de investimento doméstico e para financiar o déficit em conta corrente. (CARNEIRO, 2002, pp. 18/19)

Quanto ao primeiro suposto, parece consensual o efeito virtuoso de uma relativa estabilidade do nível de preços sobre o alongamento do horizonte de expectativas dos agentes privados, condição necessária, embora não suficiente, para a realização de investimentos produtivos com longo prazo de maturação. Quanto ao segundo suposto, resta a questão de se os possíveis impactos positivos de uma abertura comercial acelerada, como a implementada no Brasil entre fins dos anos 1980 e início dos 1990, sobre os ganhos de produtividade da indústria doméstica, teriam suplantado seus impactos negativos, na forma de uma exposição da produção doméstica a uma concorrência predatória, agravada pela persistência da sobrevalorização cambial, com conseqüente desorganização de cadeias produtivas inteiras. As análises críticas e os dados sobre a evolução da renda, do investimento e do emprego ao longo da última década e meia apontam todos para um resultado líquido negativo deste processo.

Quanto ao terceiro suposto, inexistente qualquer subsídio à afirmação de que as privatizações e os influxos de IDE tenham incrementado os níveis de investimento em infra-estrutura ou reduzido os custos médios da produção nacional. Ao contrário, o que se viu ao longo da última década e meia foi uma acelerada deterioração da infra-estrutura do país bem como a crescente perda de competitividade da produção nacional em setores de maior valor agregado. A concentração do IDE na aquisição de empresas públicas e privadas, atuantes nos setores de serviços e mineração e na constituição de portfólios financeiros, bem como a concentração do investimento nacional na produção de *commodities* encontra-se na raiz do processo denominado por Carneiro (2002) de especialização regressiva e contradiz diretamente este terceiro suposto.

Para Kregel (2006), encontra-se subjacente a este suposto a noção de que os fluxos de IDE restringem-se a investimentos produtivos. Dada a relativa escassez do capital produtivo nos países em desenvolvimento, ter-se-ia que sua produtividade e, conseqüentemente, sua remuneração seriam superiores à produtividade e remuneração nos países desenvolvidos. Este diferencial deveria fazer com que os capitais produtivos, a caça de melhores oportunidades de inversão, movessem-se do centro para a periferia do sistema, maximizando os ganhos globais (aumento da produtividade e da renda nos países em desenvolvimento e aumento da remuneração nos países desenvolvidos). Justificar-se-ia, assim, a liberalização dos fluxos de bens e capitais do

país com o exterior. Segundo Kregel (2006), à parte as dificuldades (impossibilidade mesma) de se comparar as diferenças de produtividade do capital em diferentes países, nada há que evidencie que os influxos de capitais externos para países em desenvolvimento foram aplicados em atividades produtivas, menos ainda na produção de bens *tradeables* geradores de divisas. Ao contrário, como demonstra Carneiro (2002), ao menos no que se refira à América Latina, parcela significativa desses capitais voltou-se à especulação com ativos financeiros e à aquisição de empresas públicas e privadas atuantes no setor de serviços, aplicações que pouco ou nada contribuíram para o incremento da taxa de investimento e geração de divisas.

No que se refere ao quarto suposto, para Carneiro (2002), em economias abertas e com elevado passivo externo e persistentes déficits comerciais e em transações correntes com o exterior, as relações entre os movimentos de taxas de juro e câmbio, dado o comportamento dos agentes, frente a estes movimentos, no manejo de seus portfólios, poderiam ser especialmente frustrantes em relação à captação de poupança externa. Sendo o elemento crucial, em tais circunstâncias, “as expectativa dos ‘agentes’ acerca dos efeitos provocados pelas mudanças nas relações entre juros e câmbio quanto à conveniência de se manter a riqueza financeira em moeda local ou em divisa estrangeira” (CARNEIRO, 2002, p. 20) e dado o quadro macroeconômico mais geral, nada garante que elevações da taxa de juros doméstica provoquem o incremento do influxo de capitais externos e valorização cambial. A diferença fundamental parece ser que, enquanto os propugnadores da estratégia de desenvolvimento e estabilização que integrou o Plano Real pensavam em termos de capitais produtivos (ao menos em última instância) e de um sistema monetário internacional horizontal, Carneiro (2002) pensa fundamentalmente em termos de capitais financeiros e de um sistema monetário internacional fortemente hierarquizado, no qual a posição ocupada por cada moeda e, conseqüentemente, as taxas de juros exigidas pelos capitais externos para seu ingresso no país, são determinadas pela evolução histórica do próprio sistema monetário internacional e pela posição ocupada pelo próprio país na hierarquia do sistema capitalista internacional.

Para Belluzzo & Almeida (2002), fica evidente que a difusão do modelo de desenvolvimento centrado nas políticas de estabilização monetária baseada em ancoragem cambial do nível de preços, foi determinada menos por seus supostos benefícios potenciais para o crescimento econômico com estabilidade de preços nos países em desenvolvimento que pelo

excesso de liquidez nos países centrais do capitalismo, cujos capitais acumulados desde o equacionamento da crise da dívida externa do terceiro mundo, deparavam-se com poucas e mal remuneradas oportunidades de aplicação, enfrentando mesmo, no início dos anos 1990, uma significativa deflação de ativos. Tratar-se-ia, portanto, neste modelo, de um subproduto da nova fase de internacionalização do capital em busca de novas e mais rentáveis oportunidades de aplicação.

Esta nova fase de internacionalização do capital, diferentemente de fases anteriores, foi marcada pela crescente desintermediação financeira, com a crescente participação de investidores institucionais, com destaque para fundos de pensão e investimento, enquanto agentes de captação de poupança e concessão de empréstimos internacionais, em prejuízo das tradicionais instituições financeiras. A natureza do capital transacionado igualmente sofreu transformações, adquirindo predominantemente o formato de *securities* e aplicações de curtíssimo prazo na constituição de portfólios com ativos financeiros. Tratar-se-ia, portanto, do que Chesnais (1998) chama de uma nova fase do processo de acumulação do capital, estruturada e coordenada sob a égide da globalização financeira<sup>8</sup>.

O processo de globalização financeira resulta, segundo Carneiro (1999), da interação de dois movimentos básicos, quais sejam; uma progressiva liberalização financeira no plano doméstico e uma crescente mobilidade dos fluxos de capitais, marcadamente dos fluxos de capitais financeiros, no plano internacional. Chesnais (1998) sintetiza nos seguintes termos o processo de constituição do cenário em que emerge, ao longo das últimas duas décadas do século XX, a globalização financeira, vale dizer, a constituição de um espaço financeiro mundial:

A expressão ‘mundialização financeira’ designa as estreitas interligações entre os sistemas monetários e os mercados financeiros nacionais, resultantes da liberalização e desregulamentação adotadas inicialmente pelos Estados Unidos e pelo Reino Unido, entre 1979 e 1987, e nos anos seguintes pelos demais países industrializados. A abertura, externa e interna, dos sistemas nacionais, anteriormente fechados e compartimentados, proporcionou a emergência de espaço financeiro mundial (CHESNAIS, 1998, p. 12).

---

<sup>8</sup> Em substituição ao termo “globalização”, mais comumente utilizado, Chesnais (1998) emprega o termo “mundialização”. Por conveniência de homogeneizar a nomenclatura, contudo, e acreditando não incorrer com isto em qualquer imprecisão teórica ou incorreção em relação ao pensamento do autor, utilizamos indiscriminadamente neste trabalho o termo “globalização” para expressar o processo em questão.

Tratar-se-ia, portanto, de um amplo processo de integração das economias nacionais a um mercado global crescentemente desregulamentado e marcado pela elevada mobilidade e instabilidade dos fluxos de capitais. Esta integração tem se dado fundamentalmente pela liberalização da conta capital dos balanços de pagamentos e pela adoção generalizada de regimes de taxas de câmbio flexíveis.

Concomitantemente e estreitamente relacionado à emergência da globalização financeira, estrutura-se um novo regime de acumulação (AGLIETTA, 2004; HARVEY, 1993) no qual a lógica de valorização do capital, que no regime de acumulação keynesiano-fordista, vigente desde o pós-Segunda Guerra Mundial até meados dos anos 1970, fundado basicamente nos fluxos de rendas gerados no circuito de produção de mercadorias, desloca-se para a esfera financeira, adquirindo um caráter crescentemente especulativo e de valorização patrimonial (BRAGA, 1997).

A combinação do processo de globalização financeira com esta nova lógica de valorização do capital tem imprimido um caráter fortemente instável a todo o sistema econômico internacional (BRUNHOFF, 1998).

Esta combinação de abertura das economias nacionais aos fluxos de capitais externos com adoção de taxas de câmbio flexíveis, por sua vez, internaliza total ou parcialmente a volatilidade destes fluxos, colocando algumas das principais variáveis econômicas domésticas na dependência da dinâmica de um mercado financeiro internacional fortemente instabilizado pela própria natureza do processo de globalização financeira (FARHI, 2006).

A continuidade do modelo supõe, então, a existência de mecanismos internos de absorção dos efeitos da volatilidade dos fluxos de capitais, capazes de isolar ao menos parte dos preços macroeconômicos internos em relação à instabilidade externa. Para países dotados de moedas demandadas internacionalmente como reserva de valor (moedas conversíveis), a estabilidade da própria taxa de câmbio garante este mecanismo. Países cujas moedas não detêm, para além de suas fronteiras, a função de reserva de valor e, portanto, não contam com uma demanda internacional relativamente estável (moedas inconversíveis), contudo, têm, no manejo de suas reservas internacionais praticamente seu único mecanismo de preservação de uma estabilidade mínima da taxa de câmbio e, conseqüentemente, dos preços macroeconômicos internos (CARNEIRO, 2007).

Carneiro (2007) distingue duas estratégias de integração periférica à globalização financeira, cada uma identificada às duas atuais grandes áreas da periferia global; o Sudeste Asiático e a América Latina, ambas formadas por países de moedas não-conversíveis. Embora não seja este o foco do trabalho citado, importa para os propósitos deste projeto a via de constituição precípua das reservas internacionais em cada uma dessas regiões. Enquanto no Sudeste Asiático o influxo de divisas origina-se, sobretudo, nos elevados saldos comerciais de seus países com o exterior e de fluxos de capitais orientados para investimentos em *greenfields*, com destaque para setores de exportação, na América Latina este influxo tem assumido fundamentalmente a forma de fluxos de capitais de *portfólio*, orientados no mais das vezes para aplicações financeiras de curtíssimo prazo, para aquisições de empresas já constituídas e para produção de bens *non-tradeables*. Assim, enquanto o primeiro grupo de países tem em seu potencial exportador o principal fator de atração de capitais externos e de constituição de reservas, o segundo o tem no diferencial entre a taxa de remuneração dos títulos da dívida pública americana e a taxa de juros doméstica. Para este segundo grupo de países, o diferencial de taxa de juros é o que tem garantido a constituição de reservas internacionais suficientes para fazer frente às pressões cambiais quando da ocorrência de crises externas de maior ou menor gravidade.

Um problema de restrição fiscal surge, dado que, em momentos de crises externas a reconstituição dessas reservas "terá um custo fiscal expressivo por terem de se fundar em operações de esterilização, com ampliação da dívida pública ou um indesejável aumento do superávit fiscal" (BELLUZZO & CARNEIRO, 2004, p. 221). Segundo Pires (2006, p. 272), a liberalização da conta de capital tem determinado "um comportamento preventivo-conservador por parte da autoridade fiscal", comportamento este que tem determinado a geração de um constante e elevado fluxo de superávits orçamentários primários. Este "conservadorismo", contudo, não tem sido suficiente para fazer frente ao ritmo de crescimento dos gastos financeiros do setor público brasileiro nem eliminar seus *déficits* orçamentários operacionais, só a muito custo e recentemente conseguindo derrubar a taxa de crescimento do estoque da dívida pública abaixo da taxa de crescimento do PIB e imprimir uma trajetória declinante ao nível de endividamento público.

Como vimos acima, para Lopreato, longe de se constituir na origem da política monetária recessiva, a política fiscal brasileira tem incorporado "o papel de fiadora do espaço de

valorização do capital e de responsável por afastar o risco de *default* da dívida pública” (LOPREATO, 2006, p. 208). Estreitamente relacionada à abertura comercial e financeira e ao receituário de medidas neoliberais que as acompanharam, a acelerada elevação do estoque da dívida pública brasileira adviria não da necessidade de se financiar excessos fiscais do setor público, mas da preeminência que adquiriu a valorização do capital financeiro na esteira da reestruturação da dívida pública no escopo do Plano *Brady* (SALAMA, 1998; LOPREATO, 2006; CARVALHO, 2007).

O modelo de integração com a economia mundial comandado pelo mercado e a possibilidade de inclusão do Brasil como espaço alternativo de valorização do capital financeiro internacional mudaram a perspectiva de ação da política fiscal. Ela foi alçada ao posto de guardiã das expectativas de rentabilidade dos capitais externos e a dívida pública passou a fazer parte do rol de ativos oferecidos no esforço de atrair o interesse do capital externo (LOPREATO, 2006, p. 210).

Carvalho (2007) considera o gasto público não o último reduto das pressões inflacionárias e, portanto, um empecilho à estabilização macroeconômica, mas o “colchão” que, ao absorver os sucessivos choques a que se expôs a economia, ao abrir-se em demasia e desordenadamente, tanto comercial quanto financeiramente, aos mercados externos e, ao estabelecer uma estreita dependência do nível de preços interno em relação à taxa de câmbio, teria possibilitado a viabilidade do programa de estabilização. Farhi (2006), igualmente, vincula a política monetária restritiva e as altas taxas de juros praticadas no país não a um suposto desequilíbrio fiscal, mas aos resultados necessários de nossas políticas externa, monetária e cambial. Para a autora,

num regime de taxa de câmbio flutuante, a demanda por divisas e a fuga de capitais passam a ocasionar uma depreciação da taxa de câmbio. As repercussões macroeconômicas desses ataques especulativos manifestaram-se por pressões suplementares nos preços que levaram a taxa de inflação de 2001 e de 2002 a ultrapassar os tetos máximos da meta fixada pelo governo que repercutiram em alta dos juros e redução do crescimento econômico. A combinação das políticas macroeconômicas câmbio/regime de metas de inflação passou a mostrar seu potencial de transmitir à atividade econômica a instabilidade gerada nos mercados financeiros (FARHI, 2006, p. 178).

Segundo Chesnais (1998), parcela significativa dos orçamentos públicos dos países periféricos e, portanto, parcela significativa de seus déficits, tem sido direcionada a alimentar a

esfera financeira do capitalismo mundializado sob a égide da financeirização, a título de “pagamento de juros ou de reembolso do principal da dívida pública” (CHESNAIS, 1998, p. 16). No atual contexto de globalização financeira, portanto, enquanto os dispositivos fiscais de arrecadação e gasto ocupam lugar de destaque na transferência de valor da esfera produtiva para a financeira, o estoque da dívida pública mobiliária desempenha o papel fundamental de lastrear o intenso processo especulativo que caracteriza a nova ordem econômica internacional (CARNEIRO, 1999).

Para os intérpretes heterodoxos, portanto, o desequilíbrio orçamentário do setor público brasileiro, resistente que tem sido à forte elevação da carga tributária, tem sua causa e não, como quer o pensamento econômico ortodoxo, sua conseqüência na política monetária brutalmente restritiva praticada no país. Assim, a redução da taxa de juros não seria viabilizada pelo equilíbrio das contas públicas, mas se constituiria em pressuposto necessário a este equilíbrio (BRESSER-PEREIRA, 2007; SAYAD, 2005). A atual estratégia de integração à economia internacional globalizada nos marcos da financeirização, contudo, reduz consideravelmente os graus de liberdade da política monetária, vinculando as variações da taxa de juros doméstica à dinâmica dos ciclos financeiros internacionais e endogeneizando os resultados orçamentários operacionais e o nível de endividamento do setor público.

#### 4. ANÁLISE EMPÍRICA.

A parte empírica deste trabalho baseia-se na análise de séries temporais, com destaque para a aplicação da metodologia dos vetores auto-regressivos (VAR) e do teste de causalidade de Granger. A aplicação da metodologia VAR justifica-se aqui basicamente por dispensar ela a distinção *a priori* das variáveis entre endógenas e exógenas, permitindo-nos tomar como endógenas todas as variáveis consideradas no modelo (GUJARATI, 2006; ENDERS, 2003). Esta possibilidade mostra-se especialmente interessante no tratamento do tema proposto, dado que as duas hipóteses aqui analisadas bem como a problemática que emerge de seu confronto podem ser resumidas à questão de se determinar a relação funcional e a direção da causalidade entre as políticas fiscal e monetária, em especial entre a taxa básica de juros, os resultados orçamentários do setor público e o nível de endividamento público; vale dizer, podem ser resumidas à questão de se determinar, *a posteriori*, a endogeneidade ou exogeneidade destas variáveis no modelo.

Consideramos, neste capítulo, as seguintes estatísticas: Decomposição de Variância dos Erros de Previsão, Funções de Resposta a Impulsos e Teste de Causalidade de Granger.

As variáveis utilizadas são todas de periodicidade mensal e abarcam o período de janeiro de 1995 a dezembro de 2008. São elas:

1. SELIC: Taxa de juros - Over / Selic - (% a.m.)<sup>9</sup>.
2. IPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - (% a.m.)<sup>10</sup>.
3. TCR: Taxa de câmbio – efetiva real – INPC – exportações – índice (média 2005 = 100)<sup>11</sup>.
4. NFSPOPE: Necessidade de financiamento do setor público - operacional - c/ desvalorização cambial - acum. 12 meses – (% PIB)<sup>12</sup>.
5. NFSPPRI: Necessidade de financiamento do setor público - primário - c/ desvalorização cambial - acum. 12 meses – (% PIB)<sup>13</sup>.
6. DIVINT: Dívida interna - setor público - líquida – (% PIB)<sup>14</sup>.
7. DIVEXT: Dívida externa - setor público - líquida - (% PIB)<sup>15</sup>.

---

<sup>9</sup> Banco Central do Brasil - Boletim/Mercados Financeiros e de Capitais <ipeadata.gov.br>.

<sup>10</sup> IBGE/SNIPC <ipeadata.gov.br>.

<sup>11</sup> IPEA <ipeadata.gov.br>.

<sup>12</sup> Banco Central do Brasil – Boletim Finanças Públicas <ipeadata.gov.br>.

<sup>13</sup> Banco Central do Brasil – Boletim Finanças Públicas <ipeadata.gov.br>.

<sup>14</sup> Banco Central do Brasil – Boletim Finanças Públicas <ipeadata.gov.br>.

O propósito principal desta análise é testar empiricamente a relação funcional e a direção da causalidade entre as principais variáveis monetárias e fiscais brasileiras para o período considerado.

Segundo a hipótese da dominância fiscal, apresentada no Capítulo 2, o elevado *déficit* (ou reduzido *superávit*) primário, ao perpetuar um ambiente de elevado nível de endividamento público, faz com que as elevações da taxa Selic, visando a estabilidade do nível de preços, elevem também o risco de *default* sobre o pagamento da dívida pública, repercutindo, conseqüentemente, em maiores taxas de juros cobradas pelos financiadores desta dívida em sua rolagem. A taxa básica de juros (Selic) seria, assim, em primeira instância, função do nível de endividamento do setor público e, em última instância, do seu resultado orçamentário primário.

Segundo a hipótese alternativa, apresentada no Capítulo 3, por seu turno, as variações na taxa Selic, motivadas precipuamente pela tentativa de se conter a elevação do nível de preços via valorização da taxa de câmbio, associada ao elevado nível de indexação da dívida pública mobiliária federal, é que viria provocar, via elevação das despesas com o pagamento de juros, a elevação tanto do *déficit* operacional quanto do nível de endividamento do setor público. A trajetória da dívida pública e do *déficit* operacional é que seriam, portanto, funções da taxa básica de juros.

Considerando-se a mudança de regime cambial (passagem de um regime de taxas de câmbio quase fixas – *crawling peg* – para um regime de taxas de câmbio flutuantes) ocorrida em janeiro de 1999, foram realizados testes para quebra estrutural da série TCR (taxa de câmbio) nos meses que se seguiram a janeiro/1999, inclusive. Os testes de Chow Breakpoint e Chow Forecast foram aplicados a um processo auto-regressivo de primeira ordem, AR(1), da série TCR a partir da observação de janeiro/1999. Conforme a Tabela 4.1, a hipótese de ocorrência de quebra estrutural pode ser aceita para a observação de março/1999, com níveis de significância inferiores a 2% (Chow Breakpoint) e 1% (Chow Forecast).

---

<sup>15</sup> Banco Central do Brasil – Boletim Finanças Públicas <ipeadata.gov.br>.

**Tabela 4.1: Teste de quebra estrutural – Teste de Chow Breakpoint e Teste de Chow Forecast (1995:01 – 2008:12).**

<b>Teste de Chow Breakpoint para quebra estrutural da variável “Câmbio” em 1999:03</b>			
Estatística F	4.607616	Probabilidade	0.011310
Log likelihood ratio	9.184149	Probabilidade	0.010132
<b>Teste de Chow Forecast para quebra estrutural da variável “Câmbio” em 1999:03</b>			
Estatística F	3.582413	Probabilidade	0.000002
Log likelihood ratio	384.4339	Probabilidade	0.000000

Aceita a hipótese de quebra estrutural na série TCR e objetivando-se considerar esta quebra no estudo dos dados, realizou-se a análise separadamente para dois períodos distintos: de janeiro/1995 a dezembro/1998 e de abril/1999 a dezembro/2008.

#### 4.1. Período janeiro/1995-dezembro/1998

Segue a análise dos dados referentes ao período janeiro/1995-dezembro/1998, em que vigorou o regime de taxa de câmbio quase fixa (*crawling-peg*).

Inicialmente, foram realizados os Testes de Raiz Unitária (testes ADF – Augmented Dickey Fuller), pelo qual todas as séries apresentaram-se estacionárias em primeira diferença, ou seja, apresentaram-se integradas de primeira ordem, I(1), ao nível de significância de 1% (Tabela 4.1.1).

**Tabela 4.1.1: Teste de raiz unitária – ADF (1995:01 – 1998:12)**

VARIÁVEL	DEFA-SAGENS	CONSTANTE	TENDÊNCIA	ADF	DW	N	VALOR CRÍTICO		t-prob
							(5%)	(1%)	
SELIC	0	SIM	SIM	-1.526	1.691	48	-3.509	-4.166	0.8064
IPCA	0	SIM	SIM	-3.754	1.707	48	-3.509	-4.166	0.0282
TCR	1	SIM	SIM	-1.318	1.232	48	-3.511	-4.171	0.8710
NFSPOPE	0	SIM	SIM	-1.935	1.318	48	-3.509	-4.166	0.6203
NFSPPRI	0	SIM	SIM	-1.933	1.686	48	-3.509	-4.166	0.6215
DIVINT	0	SIM	SIM	-1.872	1.419	48	-3.509	-4.166	0.6532
DIVEXT	1	SIM	SIM	-1.001	1.916	48	-3.511	-4.171	0.9339
DSELIC	0	NÃO	NÃO	-6.004	1.751	47	-1.948	-2.616	0.0000
DIPCA	0	NÃO	NÃO	-7.557	1.902	47	-1.948	-2.616	0.0000
DTCR	0	NÃO	NÃO	-5.571	1.273	47	-1.948	-2.616	0.0000
DNFSPOPE	0	SIM	NÃO	-5.078	1.849	47	-2.927	-3.581	0.0001
DNFSPPRI	0	NÃO	NÃO	-5.464	1.838	47	-1.948	-2.616	0.0000
DDIVINT	0	NÃO	NÃO	-4.746	1.928	47	-1.948	-2.616	0.0000
DDIVEXT	0	NÃO	NÃO	-4.794	1.921	47	-1.948	-2.616	0.0000

Em seguida, foi realizada a seleção do melhor modelo VAR referente às variáveis consideradas, utilizando-se o procedimento padrão de estimação de modelos com menor número de defasagens a partir de um modelo mais geral, com quatro defasagens. Os três critérios apresentados na Tabela 4.1.2 (Log-likelihood, Akaike e Schwarz), indicaram o modelo com uma única defasagem como sendo o mais adequado. O mesmo número de defasagens apontado como sendo o do melhor modelo na Tabela 4.1.2 foi utilizado como referência no Teste de Causalidade de Granger apresentado na Tabela 4.1.4.

**Tabela 4.1.2: Seleção do melhor modelo para a estimação do VAR (DSELIC, DIPCA, DTCR, DNFSOPE, DNFSPPRI, DDIVINT, DIVEXT).**

SISTEMA DE DEFASAGENS	Log-likelihood	A/C	SC
Sistema com 4 defasagens	-83.92866	13.34552	21.66002
Sistema com 3 defasagens	-118.8266	12.40121	18.64587
Sistema com 2 defasagens	-134.3192	10.63641	14.85195
Sistema com 2 defasagens	-161.4524*	9.454454*	11.68063*

DADOS: JANEIRO/1995 A DEZEMBRO/2008.

SC = CRITÉRIO SCHWARZ; A/C = CRITÉRIO AKAIKE

Passemos agora à análise de decomposição de variância das funções das variáveis consideradas (Tabela 4.1.3).

A análise de decomposição de variância da função da variável IPCA apresenta a taxa de câmbio como o principal determinante da taxa de inflação. A análise mostra que a taxa de inflação apresenta-se significativamente mais sensível à taxa de câmbio que à taxa básica de juros. A taxa de câmbio responde por 8,48% da trajetória futura da taxa de inflação, ao passo que apenas 3,58% desta trajetória é determinada pela taxa de juros. Contudo, tanto o impacto da taxa de câmbio quanto o da taxa de juros são relativamente pequenos (inferior a 10%), o que sugere uma estrutura de preços bastante rígida, algo típico de mercados com elevado grau de oligopólio. Merece menção ainda a não significância das variáveis fiscais na determinação da trajetória temporal da taxa de inflação (Os impactos das variáveis DNFSPOPE, DNFSPPRI, DDIVINT e DDIVEXT sobre a variável DIPCA são, respectivamente, de 3,02%, 1,09%, 2,28% e 0,88%), o que contradiz a hipótese da dominância fiscal.

**Tabela 4.1.3: Análise de decomposição de variância (DSELIC, DIPCA, DTCR, DNFSOPE, DNFSPPRI, DDIVINT, DDIVEXT).**

Variance Decomposition of D(SELIC):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.296687	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.371646	65.89550	0.003879	4.147612	1.994689	4.057538	13.92845	9.972337
5	0.379382	63.87060	0.880318	4.043507	3.594905	3.961852	14.06213	9.586690
10	0.379406	63.86387	0.881002	4.043657	3.595033	3.968298	14.06147	9.586676

Variance Decomposition of D(IPCA):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.403726	0.405834	99.59417	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.449293	3.221444	81.92658	8.563513	2.984006	0.826439	1.583357	0.894661
5	0.456118	3.580130	80.66544	8.482213	3.022195	1.089020	2.280022	0.880977
10	0.456155	3.585289	80.65430	8.482093	3.024847	1.088959	2.280183	0.884329

Variance Decomposition of D(TCR):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.903459	12.94779	0.190267	86.86195	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.045334	12.84229	7.393043	68.07543	1.558515	0.000863	5.737346	4.392514
5	1.062823	12.82327	7.507137	66.26943	2.436428	0.819922	5.822190	4.321620
10	1.062964	12.82695	7.508143	66.25201	2.437438	0.820097	5.822980	4.332381

Variance Decomposition of D(NFSOPE):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.394293	0.543120	0.009877	5.036570	94.41043	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.466910	3.208748	0.409149	12.44035	71.30072	5.847083	0.645247	6.148699
5	0.477481	3.534678	0.936616	12.02254	70.58684	6.298225	0.654644	5.966451
10	0.477608	3.538740	0.936684	12.01700	70.56087	6.324156	0.656104	5.966448

Variance Decomposition of D(NFSPPRI):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.365535	0.034045	0.121832	11.14714	55.40982	33.28716	0.000000	0.000000
2	0.424934	1.112061	0.131148	21.40015	41.84096	24.63486	0.037442	10.84337
5	0.434178	1.155959	1.343431	20.68518	40.90140	23.80698	0.155061	11.95198
10	0.434280	1.156258	1.343162	20.67981	40.89536	23.80351	0.155608	11.96630

Variance Decomposition of D(DIVINT):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.699772	18.66118	7.438592	5.362204	5.678665	1.949872	60.90949	0.000000
2	0.785742	16.28034	6.353520	11.93781	6.068548	3.190923	55.40119	0.767670
5	0.805243	16.93587	6.519658	11.38372	8.096440	3.103860	52.94633	1.014122
10	0.805296	16.93574	6.519269	11.38255	8.096071	3.109188	52.94258	1.014602

Variance Decomposition of D(DIVEXT):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.571312	24.01972	6.575177	10.10032	1.135128	0.384592	16.81195	40.97312
2	0.632839	20.28712	7.819924	12.70352	1.165039	0.366534	16.88906	40.76880
5	0.644758	19.92970	7.791652	12.35439	2.811015	0.590990	16.41345	40.10880
10	0.644870	19.92417	7.789788	12.35158	2.817987	0.597345	16.40905	40.11008

A análise de decomposição de variância da função da variável SELIC aponta para a ocorrência de dominância fiscal na fixação da taxa básica de juros. Cerca de 24% da trajetória futura da taxa básica de juros é determinada pelo nível de endividamento do setor público (14,1% referente ao nível de endividamento interno e 9,6% referente ao nível de endividamento externo).

A principal variável de política monetária (SELIC) estaria, portanto, em conformidade com a hipótese da dominância fiscal, sofrendo forte influência de duas das principais variáveis de política fiscal (DIVINT e DIVEXT).

A taxa de câmbio, por sua vez, mostra-se fortemente influenciada pela taxa básica de juros e pelo nível de endividamento público. A variável SELIC responde por 12,8% da trajetória futura da variável TCR. Outros 10% desta trajetória são determinados pelas variáveis DIVINT e DIVEXT combinadas. Também aqui, portanto, a análise subsidia a hipótese da dominância fiscal, ao vincular a taxa de câmbio, principal determinante do nível de preços, ao nível de endividamento do setor público.

A análise sugere, portanto, que a trajetória da taxa básica de juros no período janeiro/1995-dezembro/1998 foi determinada, por um lado, pela persecução da estabilidade do nível de preços, intermediada pelo manejo da taxa de câmbio e, por outro, pelas pressões fiscais originadas da trajetória ascendente do nível de endividamento público.

Analisemos agora os principais determinantes da dinâmica das variáveis fiscais consideradas.

A análise de decomposição de variância da função de déficit operacional mostra a taxa de câmbio como seu principal determinante. A variável TCR respondeu por 12% da trajetória futura da variável NFSPOPE, percentual significativamente superior aos 6,3% por que responde a variável NFSPPRI, segunda variável mais importante na determinação do déficit operacional. Esta análise desautoriza, portanto, a hipótese da dominância fiscal, segundo a qual o elevado e persistente desequilíbrio fiscal, em seu conceito primário, se constituiria no principal determinante do desequilíbrio orçamentário em seu conceito operacional. Ao contrário, aponta a política cambial como o principal determinante da trajetória temporal dos resultados orçamentários operacionais do setor público.

Também em contradição com a hipótese da dominância fiscal, o resultado orçamentário primário (NFSPPRI) mostra-se não significativo na determinação da trajetória temporal dos níveis de endividamento público tanto interno quanto externo. Sua participação na determinação da trajetória temporal dos níveis de endividamento interno e externo é de 3,1% e 0,6% respectivamente. Por outro lado, taxa básica de juros e taxa de câmbio combinadas respondem por cerca de 28% (16,% devido à SELIC e 11,4% devido à TCR) da trajetória futura do nível de endividamento interno e por cerca de 32% (19,9% devido à SELIC e 12,4% devido à TCR) da

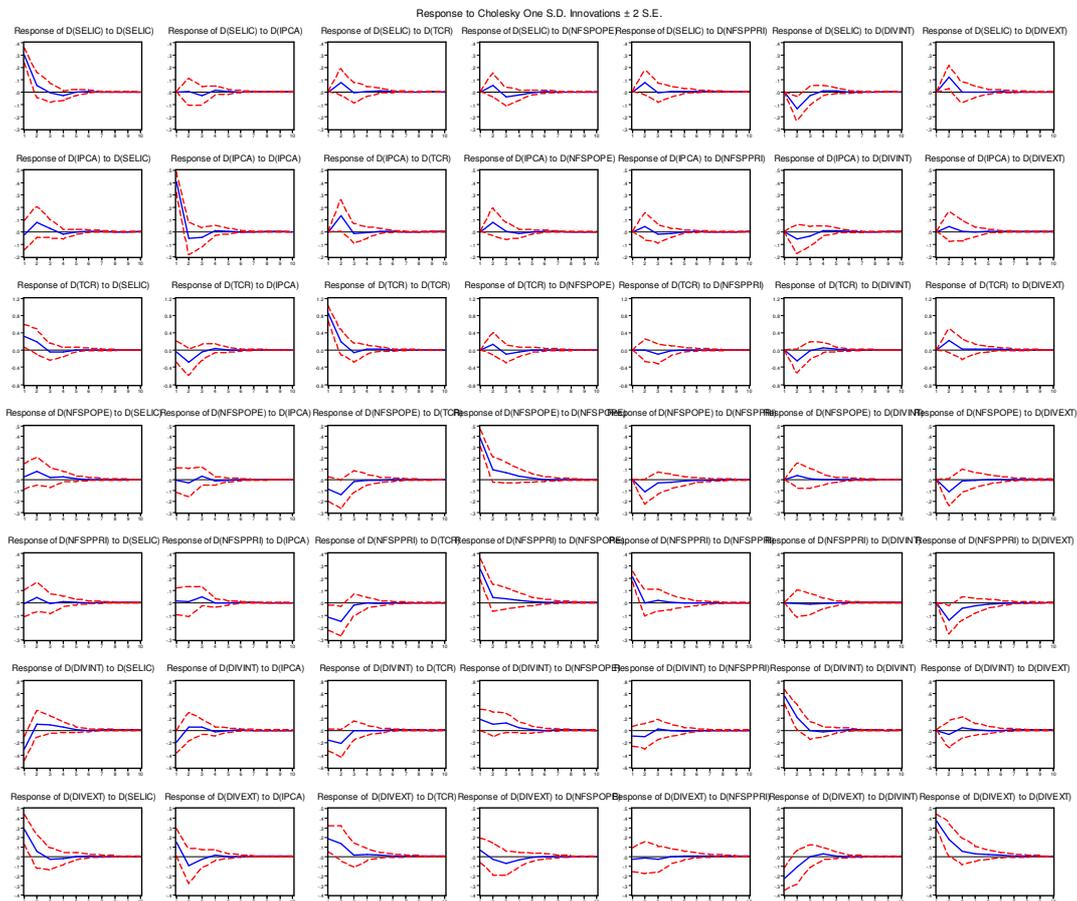
trajetória futura do nível de endividamento externo, constituindo-se nos dois principais determinantes da dinâmica destas variáveis.

A análise de decomposição de variância pode ser complementada com a análise das funções de resposta a impulso das variáveis (Figura 4.1.1). As seqüências de gráficos, na horizontal, correspondem, na direção vertical, às respostas das variáveis SELIC, IPCA, TCR, NFSPOPE, NFSPPRI, DIVINT e DIVEXT a choques advindos das mesmas variáveis e nesta mesma ordem, na direção horizontal.

Seguindo a ordem da análise de decomposição de variância, confirma-se, na função de resposta a impulso da taxa de inflação, a preeminência da taxa de câmbio na determinação da trajetória temporal do nível de preços. A resposta da variável IPCA a um choque positivo na variável TCR (desvalorização da moeda nacional) atinge seu ponto máximo no segundo mês após o choque, assumindo uma trajetória oscilante a partir do terceiro mês até o sexto mês, quando cessa a resposta.

A função de resposta a impulso da taxa básica de juros subsidia, tal qual a análise de decomposição de sua variância, a hipótese de dominância fiscal. A variável SELIC apresenta-se claramente mais sensível a mudanças nas variáveis DIVINT e DIVEXT, sendo que suas respostas a choques nestas duas variáveis atingem seu ponto de máximo no segundo mês após o choque, assumindo trajetória oscilante a partir do terceiro mês até o quinto mês, quando cessa a resposta.

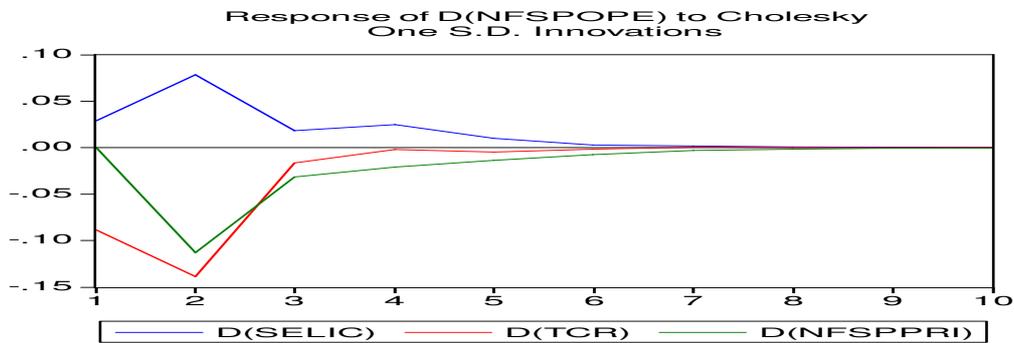
**Figura 4.1.1: Funções de Resposta aos Impulsos (DSELIC, DIPCA, DTCR, DNFSPOPE, DNFSPPRI, DDIVINT, DDIVEXT).**



A trajetória temporal da variável TCR real, por sua vez, tem nas variáveis SELIC, DIVINT e DIVEXT seus principais determinantes, sendo mais sensível a choques na primeira que nas duas últimas. As respostas da variável TCR a choques nas três variáveis (SELIC, DIVINT e DIVEXT) são significativos até o quinto mês após o choque.

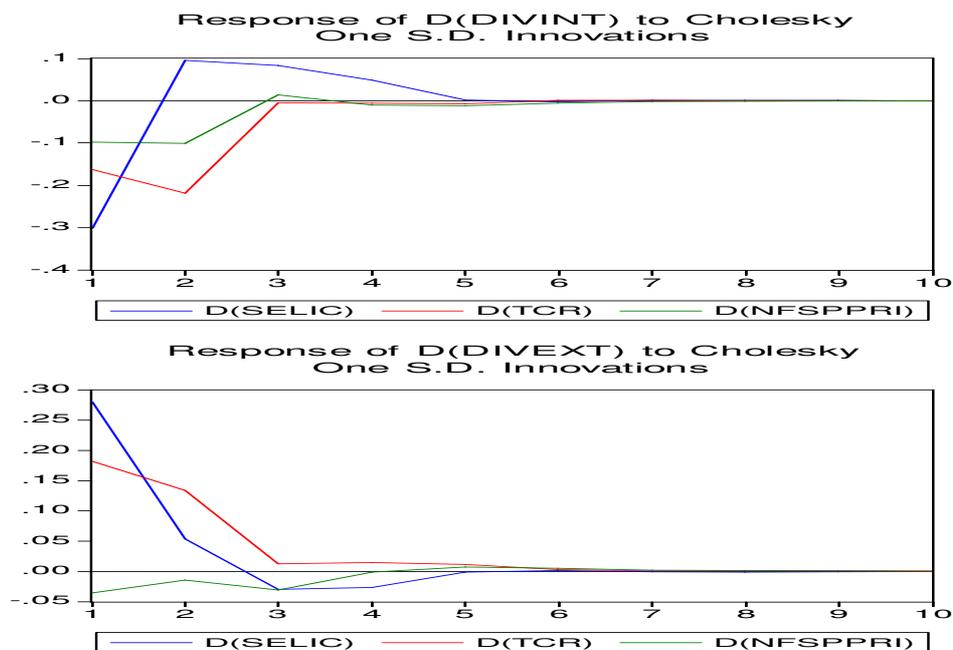
O resultado orçamentário operacional teria tido, assim, nas variáveis TCR, NFSPPRI e SELIC, em ordem decrescente de importância, os principais determinantes de sua trajetória temporal. Cabe aqui enfatizar que, como expresso na Figura 4.1.2 – pormenorização da Figura 4.1.1 - a sensibilidade do déficit operacional a variações na taxa de câmbio supera em muito sua sensibilidade a variações tanto na taxa básica de juros quanto no resultado orçamentário primário.

**Figura 4.1.2: Funções de Resposta a Impulsos (DNFSPOPE).**



A análise das funções de resposta a impulso do nível de endividamento igualmente contradiz a hipótese da dominância fiscal, apontando para a não significância dos resultados orçamentários primários (NFSPPRI) na determinação da trajetória temporal dos níveis de endividamento tanto interno quanto externo. Tanto a variável DIVINT quanto a variável DIVEXT mostraram-se claramente mais sensíveis, em primeiro lugar, a choques na variável SELIC e, em segundo lugar, a choques na variável TCR, com participação da variável NFSPPRI visivelmente de menor importância (Figura 4.1.3).

**Figura 4.1.3: Funções de Resposta a Impulsos (DDIVINT e DDIVINT).**



Reforçando as conclusões tiradas da análise de decomposição de variância, portanto, a análise das funções de resposta a impulso apontam para a não significância do resultado orçamentário primário (NFSPPRI) na determinação das principais variáveis fiscais, tanto as de fluxo (NFSPOPE) quanto as de estoque (DIVINT e DIVEXT). Apontam ainda para a preeminência da política monetária e da política cambial, por intermédio da taxa básica de juros e da taxa de câmbio, na determinação da trajetória temporal destas variáveis, o que vai de encontro ao defendido pelos teóricos da dominância fiscal.

O teste de causalidade de Granger (Tabela 4.1.4), por sua vez, embora não seja conclusivo, reforça ao menos em parte as conclusões a que se chegou até aqui, fornecendo novos argumentos contrários à hipótese da dominância fiscal. Ao nível de significância de 5%, podemos afirmar que:

- a taxa de inflação (IPCA) é causada, no sentido de Granger, pela taxa básica de juros (SELIC) e pela taxa de câmbio (TCR);
- a taxa básica de juros (SELIC) é causada, no sentido de Granger, pelo nível de endividamento externo (DIVEXT);
- o resultado orçamentário operacional (NFSPOPE) é causado, no sentido de Granger, pela taxa básica de juros (SELIC) e pelo resultado orçamentário primário (NFSPPRI);
- os níveis de endividamento interno (DIVINT) e externo (DIVEXT) são causados, no sentido de Granger, pela taxa básica de juros, (SELIC).

**Tabela 4.1.4: Testes de Causalidade de Granger (uma defasagem).**

Hipótese nula	Estatística F	Probabilidade
IPCA does not Granger Cause SELIC	0.36546	0.54859
TCR does not Granger Cause SELIC	4.19923	0.04643
NFSPOPE does not Granger Cause SELIC	2.43003	0.12619
NFSPPRI does not Granger Cause SELIC	6.00840	0.01828
DIVINT does not Granger Cause SELIC	0.80279	0.37514
DIVEXT does not Granger Cause SELIC	13.5966	0.00062*
SELIC does not Granger Cause IPCA	7.79329	0.00773*
TCR does not Granger Cause IPCA	7.31398	0.00969*
NFSPOPE does not Granger Cause IPCA	2.76984	0.10316
NFSPPRI does not Granger Cause IPCA	6.00682	0.01829
DIVINT does not Granger Cause IPCA	9.86890	0.00300
DIVEXT does not Granger Cause IPCA	12.7285	0.00088
SELIC does not Granger Cause TCR	0.29438	0.59017
IPCA does not Granger Cause TCR	5.22810	0.02709
NFSPOPE does not Granger Cause TCR	0.00494	0.94427
NFSPPRI does not Granger Cause TCR	0.49899	0.48367
DIVINT does not Granger Cause TCR	1.13375	0.29278
DIVEXT does not Granger Cause TCR	0.51680	0.47601
SELIC does not Granger Cause NFSPOPE	5.97102	0.01862*
IPCA does not Granger Cause NFSPOPE	0.18828	0.66648
TCR does not Granger Cause NFSPOPE	3.22686	0.07931
NFSPPRI does not Granger Cause NFSPOPE	6.31925	0.01568*
DIVINT does not Granger Cause NFSPOPE	0.40203	0.52933
DIVEXT does not Granger Cause NFSPOPE	0.56008	0.45821
SELIC does not Granger Cause NFSPPRI	0.23688	0.62888
IPCA does not Granger Cause NFSPPRI	0.72952	0.39767
TCR does not Granger Cause NFSPPRI	0.58986	0.44658
NFSPOPE does not Granger Cause NFSPPRI	0.14767	0.70262
DIVINT does not Granger Cause NFSPPRI	0.40432	0.52816
DIVEXT does not Granger Cause NFSPPRI	2.30792	0.13587
SELIC does not Granger Cause DIVINT	4.44858	0.04066*
IPCA does not Granger Cause DIVINT	2.59701	0.11422
TCR does not Granger Cause DIVINT	0.15566	0.69509
NFSPOPE does not Granger Cause DIVINT	1.36969	0.24817
NFSPPRI does not Granger Cause DIVINT	1.33343	0.25443
DIVEXT does not Granger Cause DIVINT	0.00483	0.94492
SELIC does not Granger Cause DIVEXT	4.23823	0.04547*
IPCA does not Granger Cause DIVEXT	14.0304	0.00052
TCR does not Granger Cause DIVEXT	1.37845	0.24668
NFSPOPE does not Granger Cause DIVEXT	0.13152	0.71859
NFSPPRI does not Granger Cause DIVEXT	0.88306	0.35250
DIVINT does not Granger Cause DIVEXT	4.08546	0.04936

\* Indica a rejeição da hipótese nula de que a primeira variável não causa a segunda no sentido de Granger, ou seja, indica que a primeira variável causa a segunda no sentido de Granger.

AMOSTRA: JANEIRO/1995 A DEZEMBRO/1998.

#### 4.2. Período abril/1999-dezembro/2008

Passemos agora à análise dos dados referentes ao período de abril/1999-dezembro/2008.

Realizados os Testes de Raiz Unitária (testes ADF – Augmented Dickey Fuller), todas as séries apresentaram-se estacionárias em primeira diferença, ou seja, integradas de primeira ordem, I(1), ao nível de significância de 1% (Tabela 4.2.1).

**Tabela 4.2.1: Teste de raiz unitária – ADF (1999:04 – 2008:12)**

VARIÁVEL	DEFA-SAGENS	CONS-TANTE	TEN-DÊNCIA	ADF	DW	N	VALOR CRÍTICO		t-prob
							(5%)	(1%)	
SELIC	3	SIM	SIM	-2.409	2.046	117	-3.450	-4.041	0.3730
IPCA	0	NÃO	NÃO	-5.253	1.900	117	-3.449	-4.039	0.0002
TCR	1	SIM	SIM	-2.752	2.078	117	-3.449	-4.040	0.2181
NFSPOPE	0	SIM	SIM	-2.944	1.962	117	-3.449	-4.039	0.1529
NFSPPRI	0	NÃO	SIM	0.690	1.719	117	-1.944	-2.585	0.8634
DIVINT	0	SIM	SIM	-2.117	1.810	117	-3.449	-4.039	0.5308
DIVEXT	2	SIM	SIM	-0.890	2.014	117	-3.450	-4.041	0.9528
DSELIC	2	NÃO	NÃO	-6.197	2.020	116	-1.944	-2.586	0.0000
DIPCA	1	NÃO	NÃO	-11.022	1.990	116	-1.944	-2.585	0.0000
DTCR	0	NÃO	NÃO	-7.435	2.023	116	-1.944	-2.585	0.0000
DNFSPOPE	0	NÃO	NÃO	-10.546	1.970	116	-1.944	-2.585	0.0000
DNFSPPRI	1	NÃO	NÃO	-7.244	2.086	116	-1.944	-2.585	0.0000
DDIVINT	0	NÃO	NÃO	-9.836	1.988	116	-1.944	-2.585	0.0000
DDIVEXT	1	NÃO	NÃO	-4.747	2.072	116	-1.944	-2.585	0.0000

Em seguida, foi feita a seleção do melhor modelo VAR referente às variáveis consideradas, utilizando-se o procedimento padrão de estimação de modelos com menor número de defasagens a partir de um modelo mais geral, com quatro defasagens. Os três critérios apresentados na Tabela 4.2.2 (Log-likelihood, Schwarz e Akaike) indicaram o modelo com uma única defasagem como sendo o mais adequado. O mesmo número de defasagens apontado como sendo o do melhor modelo na Tabela 4.2.2 foi utilizado como referência no Teste de Causalidade de Granger apresentado na Tabela 4.2.4.

**Tabela 4.2.2: Seleção do melhor modelo para a estimação do VAR (DSELIC, DIPCA, DTCR, DNFSOPE, DNFSPPRI, DDIVINT, DDIVEXT).**

SISTEMA DE DEFASAGENS	Log-likelihood	A/C	SC
Sistema com 4 defasagens	-492.7724	12.42451	17.35179
Sistema com 3 defasagens	-498.0981	11.54156	15.25853
Sistema com 2 defasagens	-521.7220	10.99512	13.51531
Sistema com 1 defasagens	-573.6388*	10.95024*	12.28690*

DADOS: JANEIRO/1995 A DEZEMBRO/2008.

SC = CRITÉRIO SCHWARZ; A/C = CRITÉRIO AKAIKE

Neste segundo período, a análise de decomposição de variância (Tabela 4.2.3) da função da variável IPCA apresenta um aumento significativo da participação da taxa de câmbio na determinação da trajetória futura da taxa de inflação. A variável TCR, que no primeiro período respondia por 8,48% da trajetória futura da taxa de inflação, responde agora por 14,6% desta trajetória. A participação da taxa básica de juros, por sua vez, que no primeiro período era de 3,58%, cai agora para 2,47%. Todas as demais variáveis apresentaram-se não significativas na determinação da trajetória futura da taxa de inflação. Estatisticamente, portanto, a trajetória temporal do nível de preços parece ser determinada, neste segundo período, senão única, certamente precipuamente pela taxa de câmbio.

A análise de decomposição de variância da função da variável SELIC aponta para o desaparecimento, neste segundo período, de qualquer efeito de dominância fiscal na determinação da trajetória temporal da taxa básica de juros. Com exceção da variável NFSPPRI, todas as demais variáveis consideradas responderam por menos de 1% da trajetória futura da taxa básica de juros. Mesmo a variável NFSPPRI, contudo, respondeu por tão somente 1,35% desta trajetória.

Também a análise da decomposição de variância da função de taxa de câmbio aponta para o desaparecimento, neste segundo período, de qualquer efeito de dominância fiscal. Se no primeiro período os níveis de endividamento interno e externo combinados respondiam por cerca de 10% da trajetória futura da variável TCR, neste segundo período esta participação cai a pouco mais de 4%. Curiosamente, a taxa básica de juros mostrou-se igualmente ineficaz na determinação da trajetória temporal da taxa de câmbio (0,82%).

**Tabela 4.2.3: Análise de decomposição de variância (DSELIC, DIPCA, DTCR, DNFSCOPE, DNFSPPRI, DDIVINT, DDIVEXT).**

Variance Decomposition of D(SELIC):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSCOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.135355	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.149034	97.13862	0.754614	0.316326	0.057841	1.176060	0.010607	0.545930
5	0.152197	96.19824	0.952671	0.384209	0.070185	1.346196	0.185828	0.862667
10	0.152214	96.18219	0.956674	0.384170	0.072452	1.346265	0.188472	0.869778

Variance Decomposition of D(IPCA):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSCOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.348859	0.597059	99.40294	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.392211	2.084296	81.72141	13.02524	0.300304	0.622643	0.755405	1.490700
5	0.404932	2.454067	76.78303	14.56475	1.617299	0.698931	1.140737	2.741178
10	0.404984	2.474908	76.76331	14.56150	1.618119	0.700607	1.140664	2.740892

Variance Decomposition of D(TCR):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSCOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	4.274182	0.126045	2.490594	97.38336	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	4.828503	0.822320	2.537796	88.30403	4.127902	0.005165	0.449350	3.753436
5	4.853743	0.826985	2.858523	87.87404	4.193087	0.030928	0.471319	3.745114
10	4.853824	0.828666	2.858563	87.87155	4.193646	0.031039	0.471378	3.745163

Variance Decomposition of D(NFSCOPE):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSCOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.825229	0.115879	2.107918	5.602867	92.17334	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.866751	0.115155	1.954209	5.755079	83.55380	0.542904	0.249410	7.829446
5	0.871896	0.279723	2.133910	5.741683	82.85253	0.541518	0.328870	8.121765
10	0.871947	0.284681	2.133700	5.743604	82.84310	0.541892	0.328862	8.124165

Variance Decomposition of D(NFSPPRI):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSCOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.176368	0.325542	0.042613	0.548012	2.850487	96.23335	0.000000	0.000000
2	0.184589	1.123308	1.376031	1.287016	4.033772	88.43722	1.485620	2.257036
5	0.185496	1.126460	1.430061	1.611019	4.072507	87.57997	1.503185	2.676798
10	0.185498	1.126870	1.430112	1.611168	4.072894	87.57843	1.503194	2.677333

Variance Decomposition of D(DIVINT):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSCOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.536301	0.153713	0.141520	1.627197	18.04597	0.011860	80.01974	0.000000
2	0.632930	0.927301	1.278239	15.47823	13.53575	0.890096	57.45220	10.43819
5	0.659081	2.230682	1.963218	18.42818	12.62388	0.838600	53.06896	10.84647
10	0.659169	2.245218	1.963129	18.42889	12.62187	0.839073	53.05520	10.84662

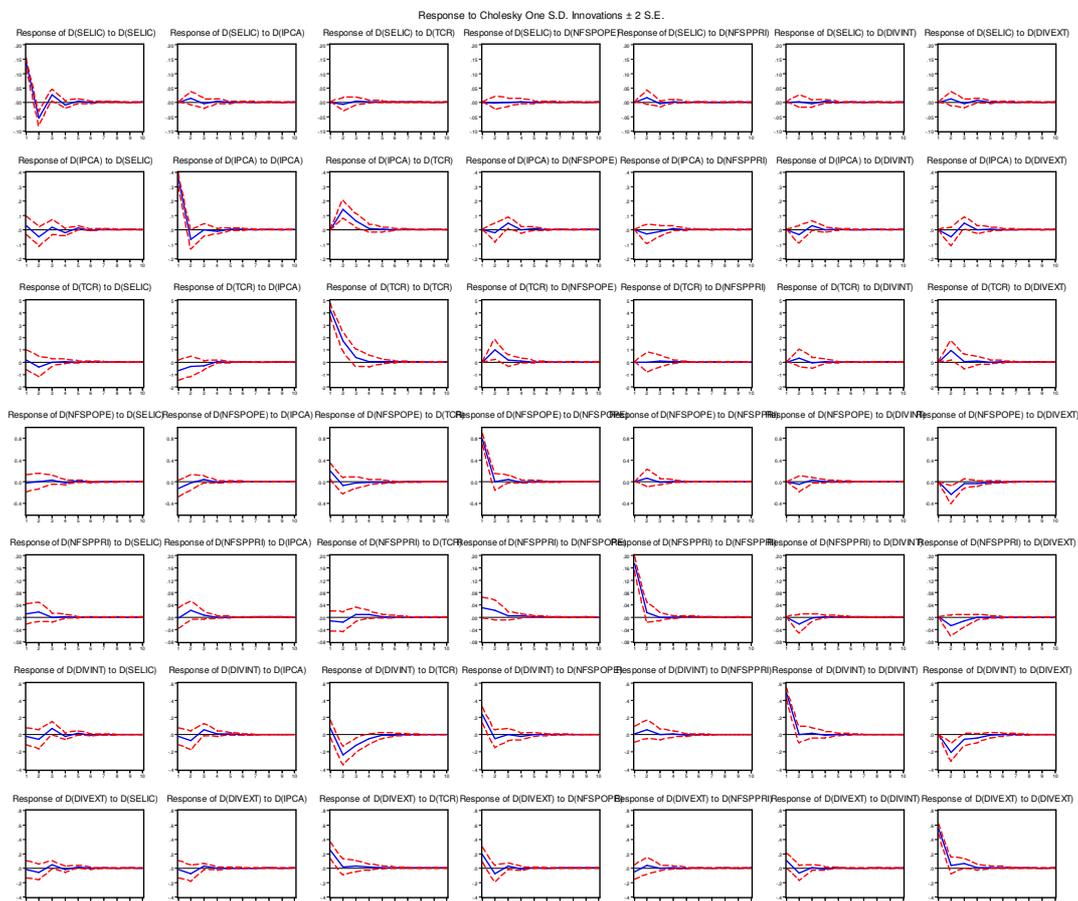
Variance Decomposition of D(DIVEXT):								
Período	S.E.	DSELIC	DIPCA	DTCR	DNFSCOPE	DNFSPPRI	DDIVINT	DDIVEXT
1	0.635498	0.094689	0.090319	14.10780	8.677989	0.803336	2.545992	73.67987
2	0.653761	0.865252	1.563769	13.40819	9.714564	0.983748	3.551076	69.91340
5	0.660378	1.450701	1.641066	13.30652	9.664629	0.995476	3.507139	69.43446
10	0.660441	1.464678	1.641045	13.30567	9.663075	0.996186	3.506562	69.42278

Na análise de decomposição de variância da função de déficit operacional para o segundo período fica ainda mais evidente a não significância do resultado orçamentário primário para a determinação do resultado orçamentário global. Se no primeiro período a variável NFSPPRI respondia por 6,3% da trajetória futura da variável NFSPOPE, no segundo período esta participação cai a quase zero (0,54%). A participação da taxa de câmbio, por sua vez, mesmo tendo sofrido significativa queda na determinação do resultado orçamentário operacional, manteve-se acima dos 6%.

Contrariando a hipótese da dominância fiscal, a não significância estatística da variável NFSPPRI fica ainda mais evidente na análise de decomposição de variância dos níveis de endividamento interno e externo do setor público (0,84% no primeiro caso e 1% no segundo caso) neste segundo período. A participação da taxa de câmbio na determinação dos níveis de endividamento, por sua vez, mantém-se significativamente elevada. A TCR responde, neste segundo período, por 18,4% da trajetória futura do nível de endividamento interno e por 13% da trajetória futura do nível de endividamento externo.

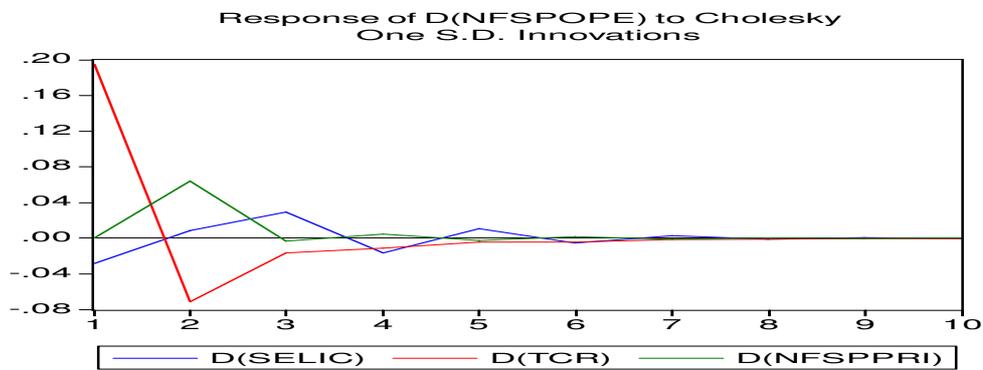
Tal qual na análise realizada para o primeiro período e em consonância com a análise de decomposição de variância para o segundo período, a análise das funções de resposta a impulso para o segundo período (Figura 4.2.1) desautoriza a hipótese da dominância fiscal.

**Figura 4.2.1: Funções de Resposta aos Impulsos (DSELIC, DIPCA, DTCR, DNFSPOPE, DNFSPPRI, DDIVINT, DDIVEXT).**

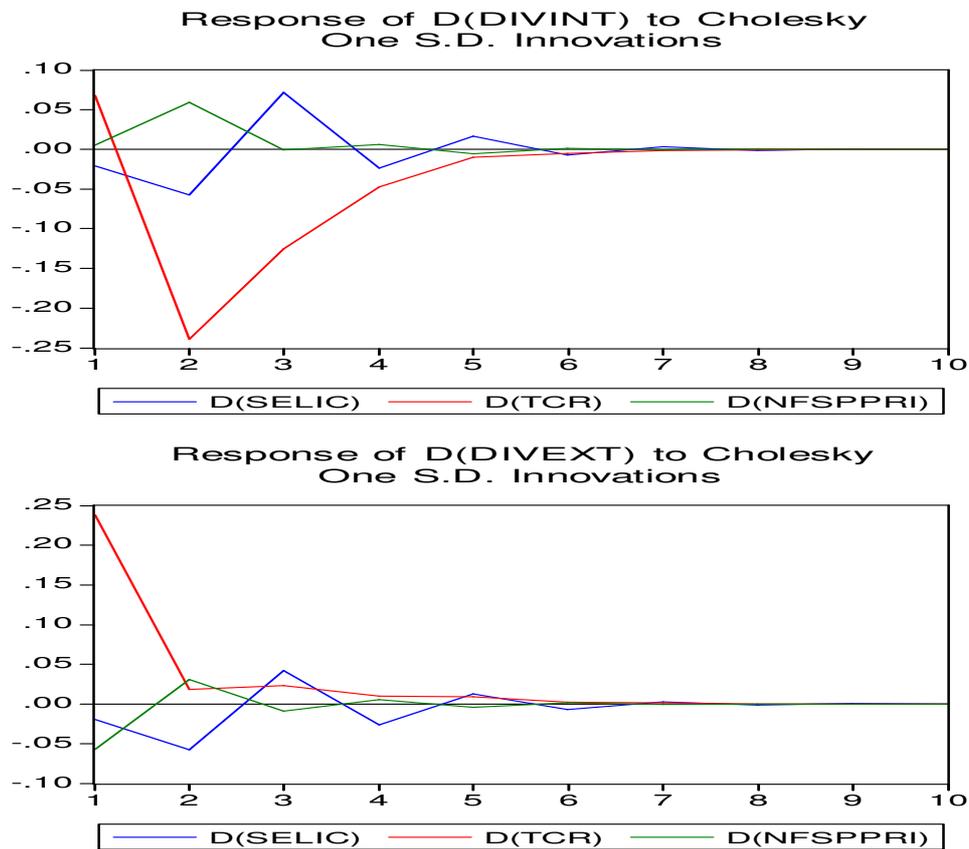


Cabe destaque ainda a que, pela análise das funções de resposta a impulsos, a variável SELIC apresenta respostas não significativas a choques em todas as variáveis consideradas, em especial nas variáveis fiscais. Por outro lado, fica evidente a preeminência da taxa de câmbio na determinação da trajetória temporal tanto da taxa de inflação (Figura 4.2.1) quanto das variáveis fiscais consideradas, em especial dos níveis de endividamento público interno e externo (Figuras 4.2.1, 4.2.2 e 4.2.3).

**Figura 4.2.2: Funções de Resposta aos Impulsos (DNFSPOPE).**



**Figura 4.2.3: Funções de Resposta aos Impulsos (DDIVINT e DDIVEXT).**



Tal qual na análise realizada para o primeiro período, o teste de causalidade de Granger (Tabela 4.2.4) reforça as conclusões a que se chegou até aqui, fornecendo novos argumentos contrários à hipótese da dominância fiscal. Ao nível de significância de 5%, podemos afirmar que:

**Tabela 4.2.4: Testes de Causalidade de Granger (uma defasagem).**

Hipótese nula	Estatística F	Probabilidade
IPCA does not Granger Cause SELIC	7.02859	0.00917
TCR does not Granger Cause SELIC	15.2959	0.00016*
NFSPOPE does not Granger Cause SELIC	0.98195	0.32384
NFSPPRI does not Granger Cause SELIC	1.42953	0.23434
DIVINT does not Granger Cause SELIC	9.81185	0.00221*
DIVEXT does not Granger Cause SELIC	16.3990	9.4E-05*
SELIC does not Granger Cause IPCA	0.05692	0.81186
TCR does not Granger Cause IPCA	18.4881	3.6E-05*
NFSPOPE does not Granger Cause IPCA	0.18640	0.66676
NFSPPRI does not Granger Cause IPCA	0.02660	0.87074
DIVINT does not Granger Cause IPCA	1.76836	0.18626
DIVEXT does not Granger Cause IPCA	4.40742	0.03801
SELIC does not Granger Cause TCR	0.51174	0.47586
IPCA does not Granger Cause TCR	2.16851	0.14364
NFSPOPE does not Granger Cause TCR	0.94290	0.33361
NFSPPRI does not Granger Cause TCR	1.85944	0.17540
DIVINT does not Granger Cause TCR	0.10180	0.75027
DIVEXT does not Granger Cause TCR	0.41892	0.51879
SELIC does not Granger Cause NFSPOPE	1.84167	0.17746
IPCA does not Granger Cause NFSPOPE	1.17713	0.28025
TCR does not Granger Cause NFSPOPE	0.57342	0.45048
NFSPPRI does not Granger Cause NFSPOPE	0.00876	0.92561
DIVINT does not Granger Cause NFSPOPE	0.33962	0.56121
DIVEXT does not Granger Cause NFSPOPE	0.15936	0.69050
SELIC does not Granger Cause NFSPPRI	1.84526	0.17704
IPCA does not Granger Cause NFSPPRI	1.79840	0.18260
TCR does not Granger Cause NFSPPRI	0.28340	0.59553
NFSPOPE does not Granger Cause NFSPPRI	1.50364	0.22266
DIVINT does not Granger Cause NFSPPRI	0.59441	0.44233
DIVEXT does not Granger Cause NFSPPRI	0.71250	0.40040
SELIC does not Granger Cause DIVINT	1.56964	0.21285
IPCA does not Granger Cause DIVINT	1.98841	0.16125
TCR does not Granger Cause DIVINT	6.26270	0.01376*
NFSPOPE does not Granger Cause DIVINT	0.50819	0.47739
NFSPPRI does not Granger Cause DIVINT	0.05676	0.81213
SELIC does not Granger Cause DIVEXT	0.13608	0.71290
IPCA does not Granger Cause DIVEXT	2.13218	0.14701
TCR does not Granger Cause DIVEXT	1.69194	0.19599
NFSPOPE does not Granger Cause DIVEXT	0.34517	0.55803
NFSPPRI does not Granger Cause DIVEXT	3.53547	0.06264
DIVEXT does not Granger Cause DIVINT	6.86049	0.01002
DIVINT does not Granger Cause DIVEXT	1.29933	0.25675

\* Indica a rejeição da hipótese nula de que a primeira variável não causa a segunda variável no sentido de Granger, ou seja, indica que a primeira variável causa a segunda no sentido de Granger.

AMOSTRA: JANEIRO/1995 A DEZEMBRO/1998.

- a taxa de inflação (IPCA), é causada, no sentido de Granger, pela taxa de câmbio (TCR);
- a taxa básica de juros (SELIC) é causada, no sentido de Granger, pela taxa de câmbio (TCR) e pelos os níveis de endividamento externo (DIVEXT) e interno (DIVINT);

- o nível de endividamento interno (DIVINT) é causado, no sentido de Granger, pela taxa de câmbio (TCR).

\*

Assim, a despeito da significativa rigidez da taxa de inflação, a taxa de câmbio mostrou-se, no primeiro período analisado (janeiro/1995-dezembro/1998), como seu principal determinante, superando largamente o impacto da taxa básica de juros nesta determinação. As variáveis fiscais, por sua vez, tanto as de fluxo quanto as de estoque, mostraram-se não significativas na determinação da trajetória temporal da taxa de inflação, desautorizando parcela do argumento da hipótese da dominância fiscal. A trajetória temporal da taxa básica de juros, contudo, mostrou-se significativamente sensível às variáveis fiscais de estoque (níveis de endividamento público interno e externo), ao passo que a taxa de câmbio mostrou-se influenciada tanto pela taxa básica de juros quanto pelo nível de endividamento público, o que vem subsidiar parcela do argumento da hipótese da dominância fiscal.

Os resultados da análise empírica apontam, portanto, para que a trajetória temporal da taxa básica de juros no período janeiro/1995-dezembro/1998 foi determinada, por um lado, pela persecução da estabilidade do nível de preços, intermediada pelo manejo da taxa de câmbio e, por outro, pelas pressões fiscais originadas da trajetória ascendente do nível de endividamento público, subsidiando, ainda que de forma não conclusiva, a hipótese da dominância fiscal.

No que se refere à determinação das principais variáveis fiscais, no primeiro período analisado (janeiro/1995-dezembro/1998), por seu turno, a taxa de câmbio apresentou-se como o principal determinante do resultado operacional do setor público. O resultado orçamentário primário (NFSPPRI), por sua vez, mostrou-se não significativo na determinação da trajetória temporal tanto do resultado orçamentário operacional quanto dos níveis de endividamento público interno e externo. Por outro lado, a taxa básica de juros e a taxa de câmbio combinadas apresentaram-se como os principais determinantes da trajetória temporal dos níveis de endividamento interno externo. No que se refere à determinação das principais variáveis fiscais, tanto as de fluxo quanto as de estoque, portanto, os resultados empíricos desautorizam o argumento da hipótese da dominância fiscal, ao mesmo tempo em que subsidiam a hipótese alternativa apresentada no Capítulo 3, sugerindo a existência, no período, de uma combinação de dominância monetária com o que se poderia chamar de dominância cambial na determinação do desequilíbrio fiscal do setor público.

No período abril/1999-dezembro/2008, verifica-se um aumento significativo da participação da taxa de câmbio na determinação da trajetória temporal da taxa de inflação, acompanhado pela redução da já pouco significativa participação da taxa básica de juros nesta determinação.

Neste segundo período, verifica-se o desaparecimento de qualquer efeito de dominância fiscal na determinação da trajetória temporal tanto da taxa básica de juros quanto da taxa de câmbio. O impacto das variáveis fiscais, tanto as de fluxo quanto as de estoque, mostraram-se não significativas na determinação tanto da taxa de juros quanto da taxa de câmbio, mostrando-se, portanto, não significativas na determinação também da trajetória temporal da taxa de inflação.

No que se refere à determinação das variáveis fiscais, a taxa de câmbio manteve-se como o principal determinante da trajetória temporal do resultado orçamentário operacional ao passo que a participação do resultado orçamentário primário, já pouco significativo no primeiro período, reduziu-se a quase zero nesta determinação. O resultado orçamentário primário no segundo período mostrou-se não significativo na determinação também dos níveis de endividamento público interno e externo, ao passo que a participação da taxa de câmbio na determinação dos níveis de endividamento público apresentou significativo incremento.

Assim, a análise empírica, que, no primeiro período analisado (janeiro/1995-dezembro/1998), sugere a não observância do argumento defendido pelos proponentes da hipótese da dominância fiscal, embora o faça de forma não conclusiva; aponta, no segundo período (abril/1999-dezembro/2008) para o completo desaparecimento de quaisquer impactos das variáveis fiscais sobre a determinação da trajetória temporal da taxa básica de juros, ao mesmo tempo em que aponta para a significativa participação das variáveis taxa básica de juros e taxa de câmbio na determinação da trajetória temporal do resultado orçamentário operacional e dos níveis de endividamento público interno e externo. Merece menção ainda a não significância do resultado orçamentário primário na determinação tanto da taxa básica de juros quanto do resultado orçamentário operacional e dos níveis de endividamento público interno e externo, seja no primeiro período analisado, seja no segundo período analisado; o que vem contradizer parcela central do argumento defendido pela hipótese da dominância fiscal, ao mesmo tempo em que reforça o argumento defendido pela hipótese alternativa apresentada no Capítulo 3.

Em resumo, a análise dos dados aponta para que, longe de ter se constituído na principal causa das altas taxas de juros praticadas no país durante o período 1995-2008, o persistente desequilíbrio fiscal do setor público brasileiro, expresso tanto em elevados *déficits* orçamentários operacionais quanto em elevados níveis de endividamento público, constituiu-se sim numa das mais visíveis e perversas conseqüências de uma política econômica ortodoxa que teve nas altas taxas de juros e numa taxa de câmbio fortemente desvalorizada seus principais instrumentos. Importante ainda que se destaque a relativa insignificância do resultado orçamentário primário na determinação tanto da taxa básica de juros quanto do resultado orçamentário operacional e dos níveis de endividamento público. A incoerência da política econômica ortodoxa praticada no país ao longo deste período fez com que o sempre crescente esforço de geração de superávits primários não apenas não repercutisse na viabilização de uma redução sustentada da taxa básica de juros, como ainda drenou, para a conta de gastos financeiros do governo mais que a totalidade deste esforço. Restou ao país, no ano de 2008, mais que uma dívida pública nominal total 7,5 vezes superior ao seu nível no ano de 1995<sup>16</sup>, uma infra-estrutura sucateada, níveis de investimento e crescimento econômico significativamente abaixo da média histórica brasileira e da média atual dos países em desenvolvimento e uma generalizada precarização dos serviços públicos, em especial daqueles prestados à população de mais baixa renda.

O que ocorreu, de fato, no Brasil, no período 1995-2008, por intermédio de políticas monetária, fiscal e cambial ortodoxas, foi uma intensa transferência de recursos, dos setores produtivos da economia – responsáveis pela geração da maior parcela do investimento e do emprego, e de parcela significativa da arrecadação tributária – e da população de mais baixa renda - duplamente penalizada pelo caráter regressivo de nossa estrutura tributária e por sua incapacidade de recorrer a aplicação financeiras - para o setor financeiro da economia.

Deterioração fiscal do setor público, baixo crescimento econômico, elevado desemprego, regressão tecnológica e produtiva e concentração da renda são alguns dos legados do modelo macroeconômico ortodoxo praticado no Brasil na última década e meia. Acreditamos que a superação deste legado supõe desvelar e rejeitar não apenas o modelo macroeconômico ortodoxo que o gestou, mas também o discurso pretensamente científico que tem legitimado este modelo nos campos político e ideológico. O intento desta dissertação foi contribuir, de algum modo, com esta empresa de desvelamento.

---

<sup>16</sup> A inflação acumulada em 2008 era 2,8 vezes superior a inflação em 1995.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho visou analisar as relações de causalidade entre algumas das principais variáveis de política fiscal e de política monetária, marcadamente as variáveis indicadoras de taxa básica de juros, resultados orçamentários do setor público e nível de endividamento do setor público; no Brasil no período de década e meia que se seguiu à instituição do Plano Real (1995-2008).

A análise se desenvolveu em torno de dois eixos teóricos divergentes: Aquele que, ao assumir a hipótese da dominância fiscal, identificou na política fiscal supostamente expansionista ou, mais precisamente, na seqüência de déficits orçamentários primários ou de superávits orçamentários primários reduzidos frente aos gastos financeiros do setor público, o principal determinante da gestão restritiva da política monetária no período em análise; e aquele que, rejeitando aquela hipótese e assumindo um argumento diametralmente oposto ao seu, identificou, ao contrário, na política monetária restritiva e na estratégia de inserção internacional adotada pelo país a partir dos anos 1990, caracterizada por progressiva liberalização comercial e financeira e por uma persistente política de sobrevalorização cambial, os principais determinantes do desequilíbrio fiscal no período, expresso em elevados déficits operacionais e níveis de endividamento público.

Além da análise da bibliografia considerada mais relevante no debate acerca do tema, o trabalho consistiu ainda num teste econométrico das principais hipóteses defendidas pelos autores identificados a cada um daqueles dois eixos teóricos. A análise econométrica consistiu na aplicação do modelo de Vetores Auto-Regressivos e do Teste de Causalidade de Granger a um conjunto de séries temporais referentes às políticas fiscal, monetária e também cambial brasileiras no período 1995-2008.

A análise econométrica apontou para a não observância, no período analisado, de ocorrência de dominância fiscal na relação entre política fiscal e política monetária na economia brasileira, vale dizer, não sustentou a hipótese de que teria se constituído, a política fiscal, no principal determinante da política monetária no período. Apontou, ao contrário, para a observância da hipótese divergente da dominância fiscal, segundo a qual as políticas monetária e cambial praticadas no período é que teriam se constituído nos principais determinantes do desequilíbrio orçamentário e patrimonial do setor público, sendo as variáveis taxa básica de juros

e taxa de câmbio os principais determinantes da trajetória temporal do resultado orçamentário operacional e dos níveis de endividamento público tanto interno quanto externo.

## REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. Macroeconomia Financeira. São Paulo: Loyola, 2004.
- ARESTIS, P. & SAWYER, M. *The effectiveness of monetary policy and fiscal policy*. Levy Economics Institute, Working Paper n° 369, 2003.
- ARIDA, Pésio. Por uma moeda plenamente conversível. *Revista de Economia Política*, 23 (3), jul-set, 2003a.
- \_\_\_\_\_. Ainda a conversibilidade. *Revista de Economia Política*, 23 (3), jul-set, 2003b.
- \_\_\_\_\_. & RESENDE, A. L. *Inertial inflation and monetary reform in Brazil*. Texto para discussão n° 85, 1985.
- BACHA, E. L. O fisco e a inflação; uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, (53), v. 14, n. 1, jan/mar, 1994.
- \_\_\_\_\_. O Plano Real: Uma avaliação. In: MERCADANTE, A. (Org.). O Brasil pós-Real. A política econômica em debate. Campinas: IE-Unicamp, 1998.
- \_\_\_\_\_. Reflexões Pós-Cepalinas sobre Inflação e Crise Externa. *Revista de Economia Política*, vol. 23, n° 3 (91), julho-setembro, 2003.
- BELLUZZO, L. G. & ALMEIDA, J. G. de. Depois da Queda. A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- \_\_\_\_\_. & CARNEIRO, R. Bloqueios ao crescimento. *Política Econômica em Foco*, n. 3, jan/abr, 2004.
- BLANCHARD, O. *Fiscal Dominance and Inflation Targeting. Lessons from Brazil*. Massachusetts: Working Paper 04-13, march 15, 2004.
- BRAGA, J. C. de S. Financeirização global – O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (Orgs.). Poder e Dinheiro. Uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. Macroeconomia da Estagnação. Crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994. São Paulo: Editora 34, 2007.
- BRUNHOFF, S. A instabilidade financeira internacional. In: CHESNAIS, F. (Coord.) A Mundialização Financeira. Gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998.

CARNEIRO, R. A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas. Texto para discussão. IE/Unicamp, nº 90, out. 1999.

\_\_\_\_\_. Desenvolvimento em Crise. A economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp/IE-Unicamp, 2002.

\_\_\_\_\_. Globalização e integração periférica. Texto para discussão. IE/Unicamp, nº 126, jul. 2007.

CARVALHO, C. E. Finanças públicas e estabilização no Plano Real: Uma reinterpretação. FEA/PUCSP. Texto para discussão nº 4, 2001.

\_\_\_\_\_. Dívida pública: politizar o problema para derrotar a dominação dos credores. In: SICSÚ, J. (Org.). Arrecadação (De onde vem?) e Gastos Públicos (Para onde vão?). São Paulo: Boitempo, 2007.

CASTRO, A. B. & SOUZA, F. E. P. A Economia Brasileira em Marcha Forçada. São Paulo: Paz e Terra, 2004.

CHESNAIS, F. (Coord.). A Mundialização Financeira. Gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998.

COCHRANE, J. H. *Long-term debt and optimal policy in the fiscal theory of the price level*. The Center for Research in Security Prices. Working Paper n. 478, October, 1998.

ENDERS, W. *Applied Econometric Time Series*. Hoboken, NJ : John Wiley & Sons, 2003.

FARHI, M. O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. In: CARNEIRO, R. (Org.). A Supremacia dos Mercados e a Política Econômica do Governo Lula. São Paulo: Editora Unesp, 2006.

FERREIRA, M. R. J. As transformações nas prioridades de gasto do Estado Brasileiro – 1980 a 2005. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, nº 22, jun., 2008.

FILGUEIRAS, L. História do Plano Real. São Paulo: Boitempo, 2000.

FRANCO, G. A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, vol. 18, nº 3, (71), jul-set, 1998.

FRIEDMAN, M. *The Role of Monetary Policy*. *American Economic Review*, nº 58, March, pp. 1-17, 1968.

GADELHA, S. R. B.; & DIVINO, J. A. Dominância Fiscal ou Dominância Monetária no Brasil? Uma Análise de Causalidade. Trabalho apresentado na reunião anual da ANPEC, 2008.

GARCIA, R. C. Despesas correntes da União: Visões, omissões e opções. IPEA, Texto para discussão nº 1319, jan, 2008.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: Os anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, F. (et al.). Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

\_\_\_\_\_. Dezessete Anos de Política Fiscal no Brasil: 1991-2007. Texto para discussão nº 1309. [www.ipea.gov.br](http://www.ipea.gov.br). Brasília: IPEA, 2007.

GIAVAZZI, F. & PAGANO, M. Non-keynesian effects of fiscal policy changes: international evidence and the Swedish experience. NBER, Working Paper, nº 5332, 1995.

GOMES, C. & HOLLAND, M. Regra de Taylor e política monetária em condições de endividamento público no Brasil. *Economia*, Niterói (RJ), v. 4, n. 2, pp. 333-361, jul/dez, 2003.

GUJARATI, D. N. *Econometria Básica*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HARVEY, D. Condição Pós-Moderna. São Paulo: Loyola, 1993.

HOLLAND, M. Por que as taxas de juros reais de curto prazo são tão elevadas no Brasil? <[http://www.portaldoeconomista.org.br/download/por\\_que\\_as\\_taxas\\_de\\_juros\\_reais\\_sao\\_tao\\_elevadas\\_no\\_brasil.pdf](http://www.portaldoeconomista.org.br/download/por_que_as_taxas_de_juros_reais_sao_tao_elevadas_no_brasil.pdf)>.

KOCHERLAKOTA, N. & PHELAN, C. *Explaining the Fiscal Theory of the Price Level*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, vol. 23, n. 4, pp. 14-23, Fall, 1999.

KREGEL, J. Prefácio. In: SICSÚ, J. & FERRARI FILHO, F. (Orgs.). Câmbio e Controles de Capitais: Avaliando a Eficiência de Modelos Macroeconômicos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

LEEPER, E. M. *Monetary-Fiscal Policy Interactions and the Price Level: Background and Beyond*. NBER Working Paper Series, Working Paper 11646, 2005.

LOPES, F. L. O Choque Heterodoxo: Combate à inflação e reforma monetária. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

LOPREATO, F. L. C. Um olhar sobre a política fiscal recente. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, nº 2 (19), pp. 279/304, jul/dez, 2002.

\_\_\_\_\_. O Papel da Política Fiscal: Um exame da convencional. Campinas: IE-Unicamp, 2006 (Textos publicados na internet) <[www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto119.pdf](http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto119.pdf)>.

\_\_\_\_\_. Problemas de gestão da dívida pública brasileira. Texto para discussão. IE/Unicamp, nº 139, jan. 2008.

MENDES, Marcos. Gasto público menor e mais eficiente: condições para o alto crescimento. In: REIS VELLOSO, J. P. (Coord). Por Que o Brasil não é um País de Alto Crescimento?. Rio de Janeiro: José Olympio, 2006.

MENDONÇA, H. F. Teoria Fiscal da Determinação do Nível de Preços: Uma Resenha. *Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, 7(2): 307-332, jul/dez, 2003.

MODIANO, E. A ópera dos três cruzados: 1985-1989. In: ABREU, M. de P. (Org.). A Ordem do Progresso. Cem anos de política econômica republicana. 1889-1989. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

MOLLO, M. de L. R. & SAAD-FILHO, A. *Neoliberal economic policies in Brazil (1994-2005): Cardoso, Lula and the need for a democratic alternative*. *New Political Economy*, vol. 11, n. 1, march, 2006.

PAULANI, L. M., BIER, A. G. & MESSENERG, R. O Heterodoxo e o Pós-Moderno: O Cruzado em Conflito. São Paulo: Paz e Terra, 1987.

PIRES, M. C. de C. A política fiscal no Brasil em contexto de liberalização da conta de capital. In: SICSÚ, J. & FERRARI FILHO, F. (Orgs.). Câmbio e Controles de Capitais: Avaliando a Eficiência de Modelos Macroeconômicos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

ROCHA, F. & SILVA, E. P. Teoria Fiscal do Nível de Preços: Um Teste para a Economia Brasileira no Período 1966-2000. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 34, n. 3, dez, 2004.

RODRIK, D. Goodbye Washington Consensus, Hello Washington confusion? Disponível em <<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/>>. 2006.

SALAMA, P. A financeirização excludente: as lições das economias latino-americanas. In: CHESNAIS, F. (Coord.) A Mundialização Financeira. Gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998.

\_\_\_\_\_. Riqueza y Pobreza en América Latina. La fragilidad de las nuevas políticas económicas. México: Fondo de Cultura Económica, 1999.

SANTOS, T. Do Terror à Esperança. Auge e declínio do neoliberalismo. Aparecida: Idéias e Letras, 2004.

SARGENT, T. J. & WALLACE. N. *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5:1-17, 1981.

- SAYAD, J. Dívida Pública. Quarenta anos de frustrações. In: MENDONÇA, F. Dívida Pública Brasileira. Brasília: Câmara dos Deputados, Coordenação de Publicações, 2005.
- SILBER, S. Mudanças estruturais na economia brasileira (1988-2002): Abertura, estabilização e crescimento. Texto publicado na internet. Disponível em [www.usp.br/prolam/simao.pdf](http://www.usp.br/prolam/simao.pdf), acessado em julho/2009.
- SIMS, C. A. A. *A simple model for study of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy*. *Economic Theory*, v. 4, n. 3, pp. 381-399, 1994.
- STIGLITZ, J. E. *Making Globalization Work*. New York, London: W. W. Norton, 2006.
- TANNER, E. & RAMOS, A. M. *Fiscal sustainability and monetary versus fiscal dominance: evidence from Brazil, 1991-2000*. International Monetary Fund, Washington, DC. Working Paper nº 5, January, 2002.
- TAYLOR, J. B. *Discretion versus Policy Rules in Practice*. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39: 195-214. 1983.
- TEIXEIRA, J. R. & TEIXEIRA, R. M. *Macroeconomic policy and real globalization mainly in the last quarter of the 20th century*. *Revista de História Econômica & Economia Regional Aplicada*, vol. 3, nº 5, jul-dez, 2008.
- VELLOSO, Raul. Escancarando o problema fiscal: é preciso controlar o gasto não-financeiro obrigatório da União. In: REIS VELLOSO, J. P. (Coord). *Por Que o Brasil não é um País de Alto Crescimento?*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2006.
- WILLIAMSON, J. *Latin American adjustment: how much has happened?* Washington: Institute for International Economics, 1990.
- WOODFORD, M. *Price level determinacy without control of a monetary aggregate*. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 43, pp. 1-46, 1995.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)