

## A POLÍTICA ECONÔMICA DO PLANO REAL, O COMPORTAMENTO DA TAXA DE JUROS E AS HIPÓTESES DAS DOMINÂNCIAS MONETÁRIA E FISCAL

Marcela Domingues Ferreira

Bacharel em Ciências Econômicas pela FECAP, graduada em dezembro de 2012

E-mail: marcela\_ferreira\_4@hotmail.com

Michele dos Santos Silva

Bacharel em Ciências Econômicas pela FECAP, graduada em dezembro de 2012

E-mail: michele.s.silva2308@hotmail.com

André Roncaglia de Carvalho

Professor de Macroeconomia e Economia Brasileira da FECAP, doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia do Desenvolvimento do Instituto de Pesquisas Econômicas da USP (IPE-USP).

E-mail: andre.carvalho@fecap.br

### RESUMO

A discussão existente entre alguns economistas acerca da intensidade e da eficácia das políticas monetária e fiscal nos países é de importante valia para o entendimento de suas características e das consequências da ação do Estado. Este estudo consiste em analisar de forma sintetizada o contexto histórico do Plano Real, apontar como se deu a política monetária do período e apresentar as duas vertentes do debate: as hipóteses de dominância monetária e de dominância fiscal. O que distingue um país do outro na caracterização de uma das dominâncias é como este utiliza o mecanismo de alterações na taxa de juros diante de duas finalidades. Após a apresentação desta pesquisa é possível verificar a intenção das mudanças na taxa de juros na economia brasileira ao longo dos anos 90 e 00, bem como apontar a tendência de dominância fiscal no período em questão.

**Palavras-chave:** Plano real. Política monetária. Taxa de juros. Dominância fiscal. Dominância monetária.

## ABSTRACT

The discussion among some economists about the intensity and effectiveness of monetary and fiscal policies in the countries is important to gain an understanding of their characteristics and consequences of state action. This study is to analyze the synthesized form the historical context of the Real Plan, pointing out how it came to monetary policy for the period and to present the two sides of the debate: the chances of dominance monetary and fiscal dominance. What distinguishes one from the other country in the characterization of one of dominances is how it uses the mechanism of changes in interest rates before two purposes. After presenting this research is to ascertain the intention of the possible changes in the interest rate in the Brazilian economy over the years 90 and 00, as well as point out the trend of fiscal dominance in the period in question.

**Keywords:** Real plan. Monetary policy. Interest rate. Fiscal dominance. Monetary dominance.

## 1 INTRODUÇÃO

O presente artigo analisa o debate sobre os determinantes da política monetária no Brasil, durante o período de 1994 a 2010. O debate retrata a motivação das alterações na taxa de juros, suas consequências sobre a inflação e o comportamento da dívida pública. Iniciado pelos estudos de Sargent e Wallace (1981), o debate apresenta duas vertentes. A chamada “dominância monetária” apresenta uma política fiscal passiva, que gera um superávit primário através da estabilização da relação dívida pública/PIB e consequentemente, uma política monetária ativa que não precisa monetizar a dívida pública, tornando-se capaz de controlar o nível de preços pela demanda e oferta de moeda. Dessa forma, a taxa de juros elevada seria utilizada para estabilizar os preços.

Em contrapartida, a denominada “dominância fiscal” indica uma política fiscal ativa, que gera um superávit primário independente da estabilização da relação dívida pública/PIB e, como resultado, apresenta uma política monetária passiva que é forçada a emitir moeda para gerar receitas de senhoriagem ao governo e que acaba por perder o controle sobre o nível de preços. O aumento da taxa de juros, neste caso, teria o intuito de incentivar o financiamento através entrada de capital estrangeiro na economia.

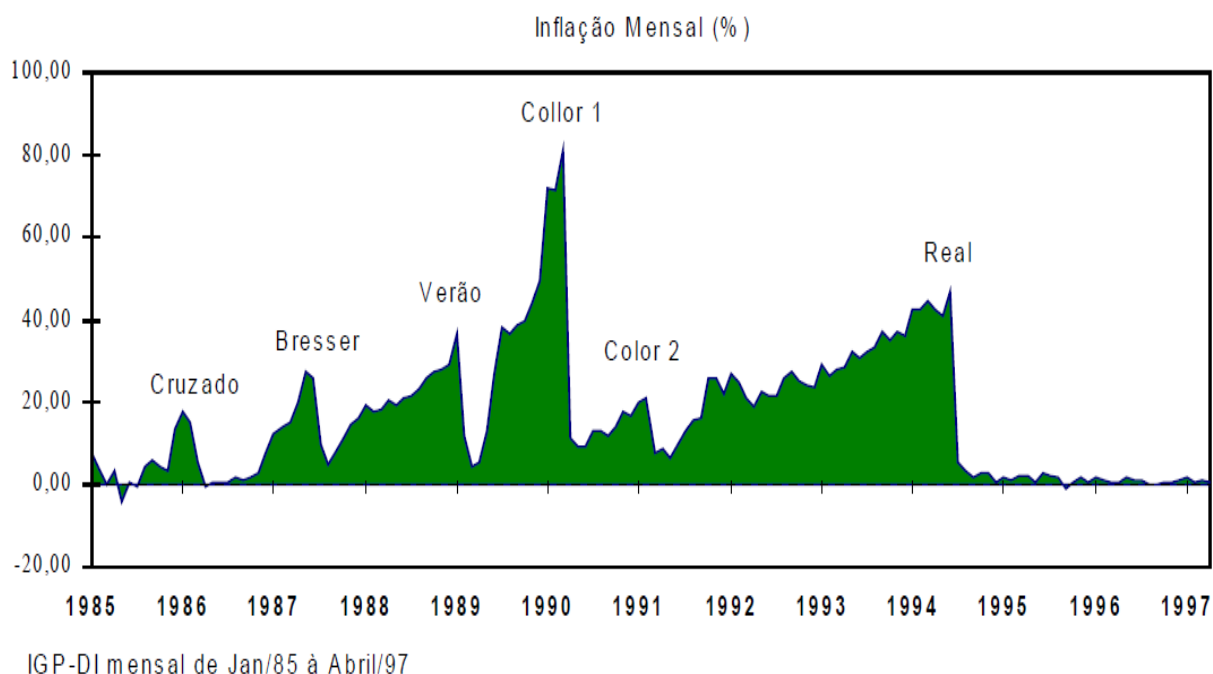
O cenário que antecedeu o Plano Real evidenciava que a falta de controle financeiro e administrativo do setor público ameaçava a governabilidade.

Uma inflação elevada e contínua deteriora a moeda, que é um dos símbolos mais importantes da soberania e identidade de um país. Conceber e administrar um plano de estabilização em um país que em oito anos trocou cinco vezes de moeda e conviveu com seis planos econômicos não foi uma tarefa simples. Ao entrar na era do Real, o Brasil retornou ao padrão monetário que vigorou mais tempo na história de sua economia. (PIZZATO, 2009).

Em 1993, tendo como Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso e com o objetivo de reduzir a dívida, o governo de Itamar Franco buscou a redução das despesas do governo e aumento da carga tributária através do Plano de Ação Imediata (PAI), que trouxe melhores condições para a economia e que tornou o nome de Fernando Henrique Cardoso

um dos mais importantes do período. Segundo Pretto Neto (2003, p. 58), a gestão Itamar Franco resultou em um aumento das reservas cambiais ao longo dos anos de 1993 e 1994, devido à elevação do fluxo de capitais externos, que possibilitou a mudança na situação econômica e instaurou uma melhora na situação fiscal do país.

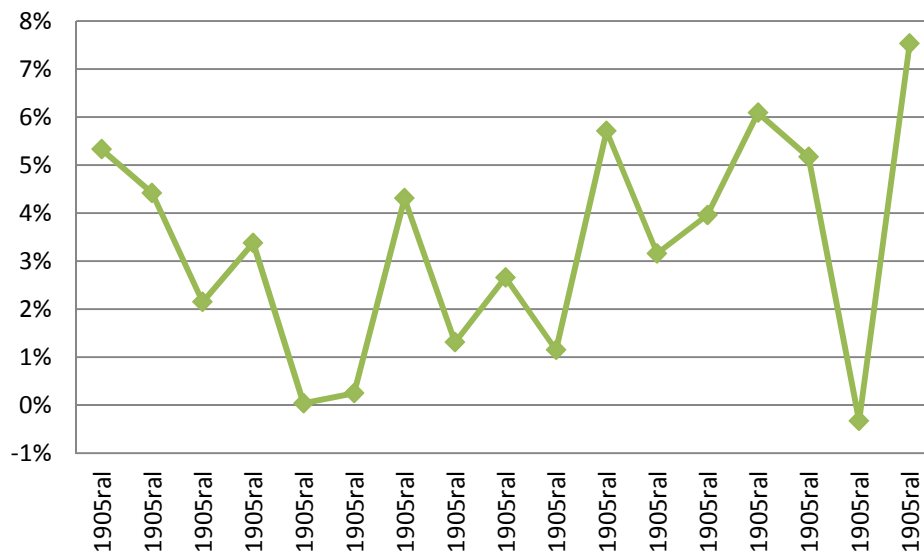
O Plano Real foi iniciado oficialmente em 27 de fevereiro de 1994 e foi um plano eficiente no que tange ao combate do processo inflacionário vivido pelo Brasil. Como pode ser observado no Gráfico 1, este foi o único plano de estabilização que conseguiu reduzir a inflação e mantê-la em baixos patamares. Porém, os impactos sobre outras variáveis, como o crescimento e desenvolvimento econômico, expressam menor efetividade.



**GRÁFICO 1 - Inflação brasileira do Plano Cruzado ao Plano Real**

Fonte: Giambiagi e Villela (2005, p. 159).

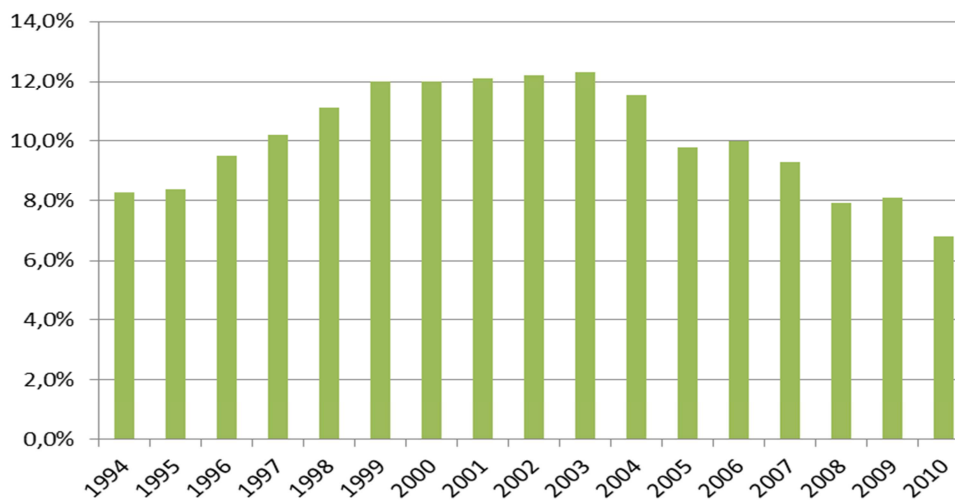
A taxa de variação do PIB apresentada no Gráfico 2 cresceu cerca de 5% em 1994 e passou 10 anos sem alcançar tal patamar.



**GRÁFICO 2 - Produto Interno Bruto (Taxa de Variação Anual)**

Fonte: Banco Central do Brasil

De forma semelhante, a taxa de desemprego indicada no Gráfico 3, só indicou uma queda considerável após 10 anos do Plano.



**GRÁFICO 3 - Desemprego (Taxa Média Anual)**

Fonte: IBGE/PME

Os instrumentos utilizados no Plano Real para estabilizar o processo inflacionário foram divididos em: política fiscal restritiva, por meio da contenção das despesas, aumentando os impostos e reduzindo as transferências do governo federal; indexação geral da economia; e a Reforma Monetária. Contudo, foi necessário criar algumas políticas de

controle para evitar resultados negativos, tais como o controle da demanda e da expansão de moeda, ainda que a taxa de câmbio fosse a âncora nominal da economia. A política monetária do Plano Real tinha duplo escopo: por um lado, visava conter a liquidez através do aumento da taxa de juros e da reserva compulsória por parte dos bancos e, por outro, atrair capitais estrangeiros para efeito de balanço de pagamentos. Isso permitiu à equipe econômica manter apreciada a taxa de câmbio, e conseqüentemente, possibilitou a abertura da economia ao exterior e, assim, reduzir a inflação.

Contudo, o ajustamento interno dessa combinação de políticas resultou na piorada dívida pública interna, pelo mecanismo de “esterilização monetária” do aumento nas reservas internacionais. A manutenção da taxa de juros em patamares elevados implica maiores serviços de juros incidentes sobre a dívida, os quais, na impossibilidade de obtenção de superávits fiscais proporcionais a esses pagamentos, exigiam a emissão de novos títulos da dívida interna. Com o tempo, esses montantes crescentes viriam impor restrições sobre o orçamento federal, pressionando, pela via fiscal, a taxa de juros.

Assim, o artigo propõe a análise dos dados do período de 1994 a 2010, extraídos de órgãos governamentais como: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Banco Central do Brasil e Secretaria do Tesouro Nacional, ou seja, trata-se de uma análise descritiva dos dados. Além disso, a pesquisa estará respaldada em estudos empíricos, revistas e artigos econômicos relacionados ao tema. Consideramos os dados do PIB, inflação, consumo, emissão monetária, taxa de juros, reservas compulsórias, taxa de câmbio, dívida pública e privada e a utilização de capital estrangeiro. Em suma, a metodologia do estudo consistirá em uma breve apresentação histórica, uma demonstração dos dados através de gráficos e tabelas, bem como a interpretação dos mesmos.

O artigo se divide em quatro partes, além dessa introdução. A segunda seção apresenta um breve histórico da política econômica que se seguiu ao plano Real, buscando prover alguns fatos estilizados do período que sirvam de base para a análise subsequente. A terceira seção faz uma breve revisão da literatura sobre os conceitos de dominância monetária e dominância fiscal. A quarta seção busca evidências empíricas de cada um dos

fenômenos com base em uma análise de estatística descritiva simples. A quinta seção sumariza as principais conclusões.

## 2 A POLÍTICA ECONÔMICA DO PLANO REAL

Dentre os principais mecanismos de ajuste que o Plano Real propunha, dois deles referiam-se à política de estabilização e foram divididos em três fases:

- 1ª fase - consistiu a promoção de um ajuste fiscal na economia.
- 2ª fase - representou a criação da Unidade Referencial de Valor (URV), lançada em fevereiro de 1994, que tinha como objetivo indexar completamente a economia por meio da correção diária do valor da moeda vigente (Cruzeiro) pela inflação calculada pelos principais índices (IPC, IPCA e IGPM), bem como eliminar a memória inflacionária causada pelo componente inercial. A URV serviria como uma quase moeda e seria criado um sistema bimonetário (duas moedas), sendo que a inflação corrigiria apenas o Cruzeiro e a URV se manteria fixa na paridade um por um com o dólar. Durante os próximos cinco meses, o Cruzeiro foi se tornando uma moeda cada vez mais fraca e dando lugar a URV, que já precificava bens, impostos, salários, mas que eram pagos em Cruzeiro para evitar possíveis choques.
- 3ª fase - consistiu em uma nova Reforma Monetária com a introdução do Real (R\$) em julho de 1994, valendo um dólar. Diferentemente dos planos de estabilização anteriores que utilizaram o recurso de congelamento dos preços, a desindexação da economia ocorreu voluntariamente, através da introdução da nova moeda. Assim, todos os preços em Cruzeiro foram transformados em Reais.

Durante a terceira fase do plano, foi instituída a Medida Provisória (MP) 542, tendo como intuito conter os choques inflacionários. Essa medida estabelecia que a política monetária do Plano Real seria baseada em dois controles denominados “âncora monetária” e “âncora cambial”.

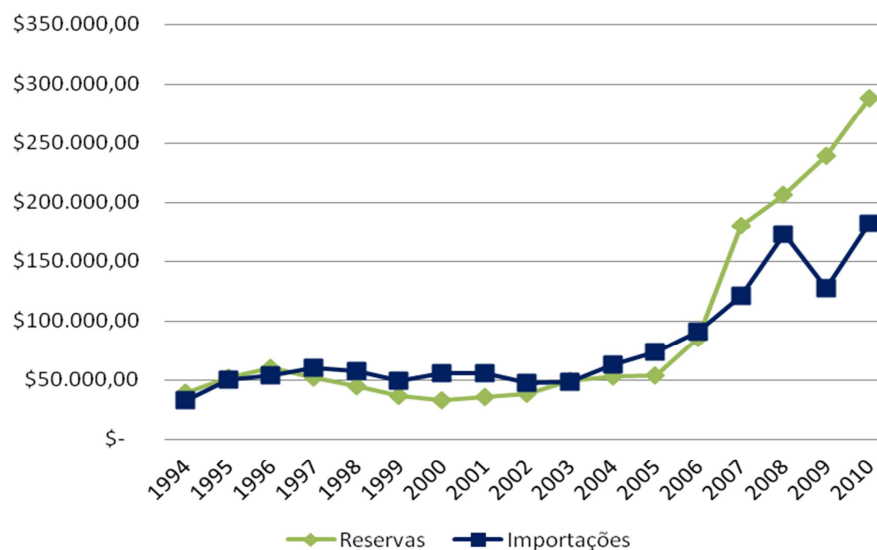
Âncora monetária refere-se ao instrumento de política monetária utilizado para estabilizar o valor de uma moeda numa conjuntura de grande elevação de preços e que consiste no compromisso de que as autoridades monetárias não emitirão moeda para financiar déficits públicos. Âncora cambial refere-se ao instrumento de política econômica utilizado para estabilizar o valor de uma moeda fixando-se seu valor na taxa cambial. A adoção deste mecanismo exige, no entanto, que o país disponha de reservas cambiais suficientes e de um balanço de pagamentos sob controle para evitar o jogo especulativo em torno de uma futura desvalorização do câmbio. (PRETTO NETO, 2003, p. 63).

A função da “âncora monetária” na economia era de limitar a demanda e a emissão de moeda. O Banco Central passou a adotar uma política monetária incisiva, determinando e controlando a quantidade de moeda e permitindo a liberdade da taxa de juros para equilibrar a oferta e demanda monetária. Quanto ao mercado de crédito, a política foi altamente restritiva. No início do Plano, a captação e as operações de crédito foram bloqueadas, pois ambas eram responsáveis pelo efeito multiplicador da oferta monetária, o Banco Central passou a aumentar as exigências de recolhimento do compulsório dos bancos. Segundo Lopes e Rossetti (2002, p. 260), em 30/06/1994, o Banco Central determinou o recolhimento de 100% dos depósitos à vista, conseqüentemente reduziu o multiplicador monetário no conceito  $M_1$  para 1,0.

Já a função da “âncora cambial” era intensificar a abertura do comércio exterior e aplicar uma política de valorização da taxa de câmbio com o intuito de substituir a demanda por produtos domésticos por produtos importados, e assim, minimizar as pressões internas sobre os preços.

Partindo das premissas para a efetividade da âncora cambial, a ideia das “reservas internacionais suficientes”, que pode ser observada no Gráfico 4, que relaciona as reservas internacionais e as importações, é possível verificar que a primeira se apresenta até 2006 menor do que a segunda, indicando uma insuficiência no nível de reservas.





**Gráfico 4 - Relação Reservas Internacionais e Importações US\$ (milhões)**

Fonte: Banco Central do Brasil

Quanto a segunda premissa de “um balanço de pagamentos sob controle”, a Tabela 1 indica a balança de serviços deficitária – característica da economia brasileira, e um déficit em transações correntes, que são financiados pela expressiva entrada de capital direto estrangeiro, sendo este parte do saldo da conta capital e financeira.

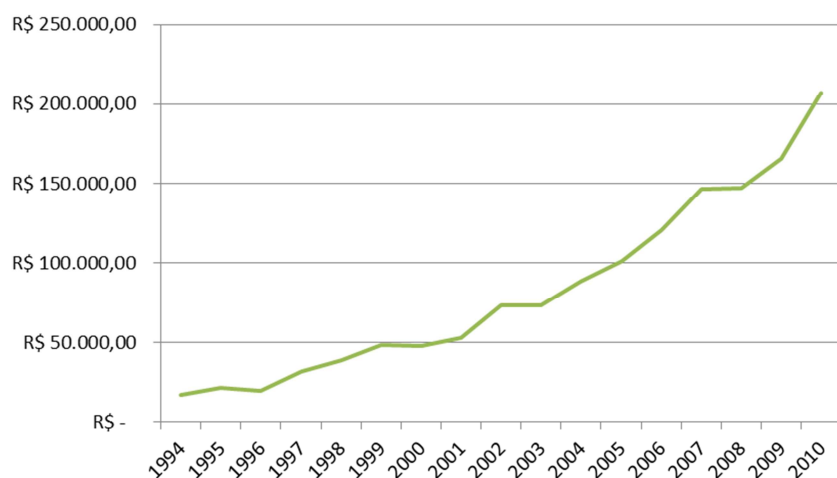
**TABELA 1 - Balanço de Pagamentos do Brasil - 1994 US\$ (milhões)**

Balança Comercial	10466
Serviços e Rendas	-14692
Transferências Unilaterais	2414
<b>Saldo Transações Correntes</b>	<b>-1811</b>
<b>Saldo Conta Capital e Financeira</b>	<b>8692</b>
<b>Erros e Omissões</b>	<b>334</b>
<b>Resultado do Balanço</b>	<b>7215</b>

Fonte: Adaptado do Banco Central do Brasil.

Porém, diferentemente das propostas das “âncoras econômicas” o que ocorreu na economia foi uma ultrapassagem bem frouxa da emissão de base monetária, como pode ser

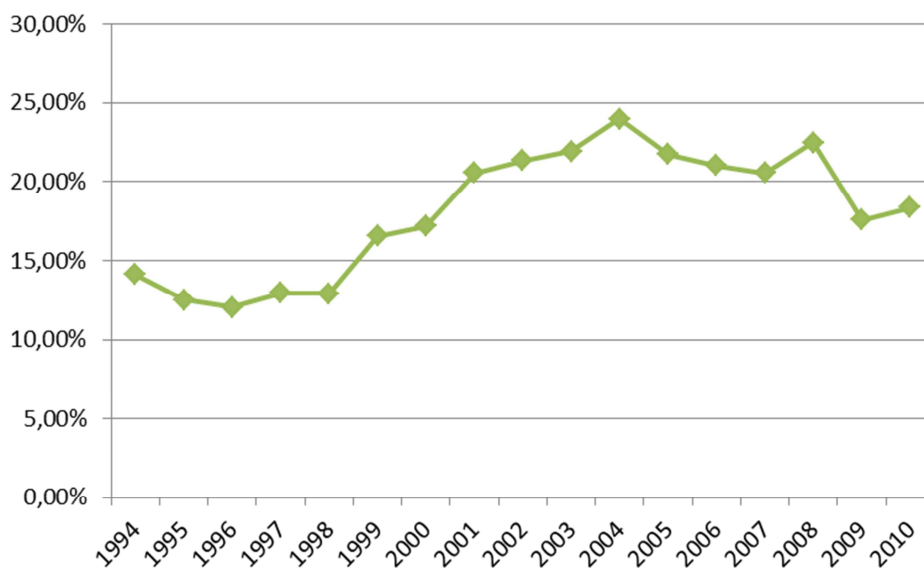
observado no Gráfico 5, levando o governo a abandonar após três meses da MP a política monetária restritiva.



**GRÁFICO 5 - Base Monetária (M0) - R\$ (milhões)**

Fonte: Banco Central do Brasil

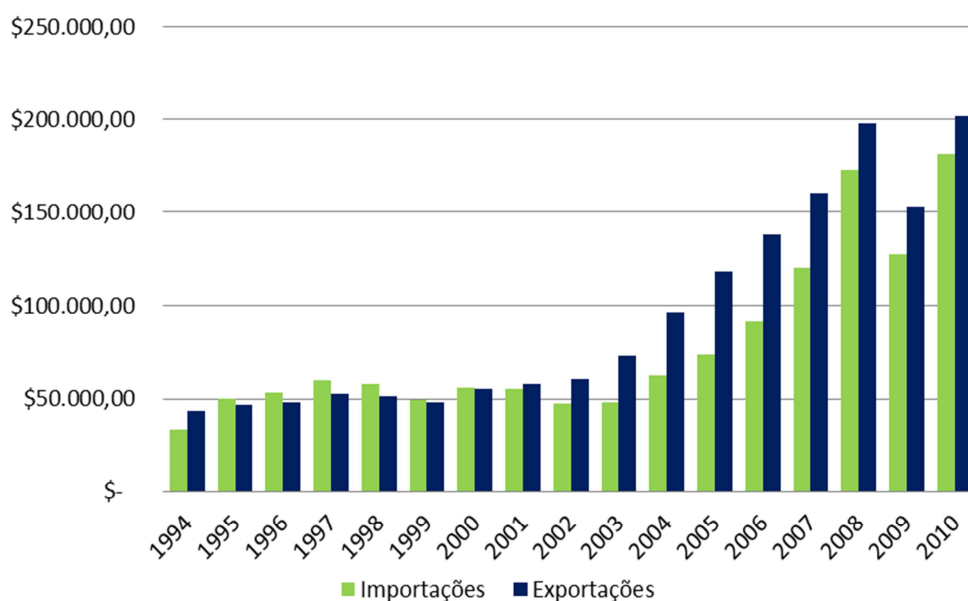
No que se refere à política cambial, esta se apresentou bastante flexível em seus diferentes regimes, mas não perdeu a sua função de ampliar a abertura econômica brasileira, como pode ser indicado no Gráfico 6.



**GRÁFICO 6 - Grau de Abertura da Economia [GA = (X+M)/PIB (%)]**

Fonte: Adaptado do Banco Central do Brasil.

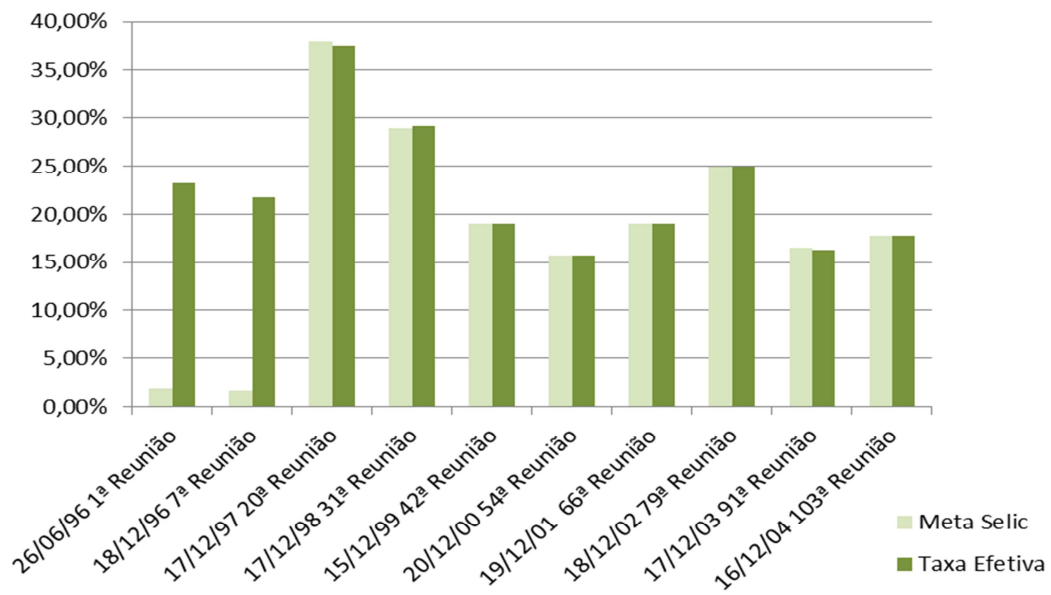
Em contrapartida, o Gráfico 7 apresenta que mesmo com um aumento pouco expressivo no grau de abertura da economia, a relação de importação e exportação indicou um aumento no período analisado.



**GRÁFICO 7 - Importações e Exportações - US\$ (milhões)**

Fonte: Adaptado do Banco Central do Brasil.

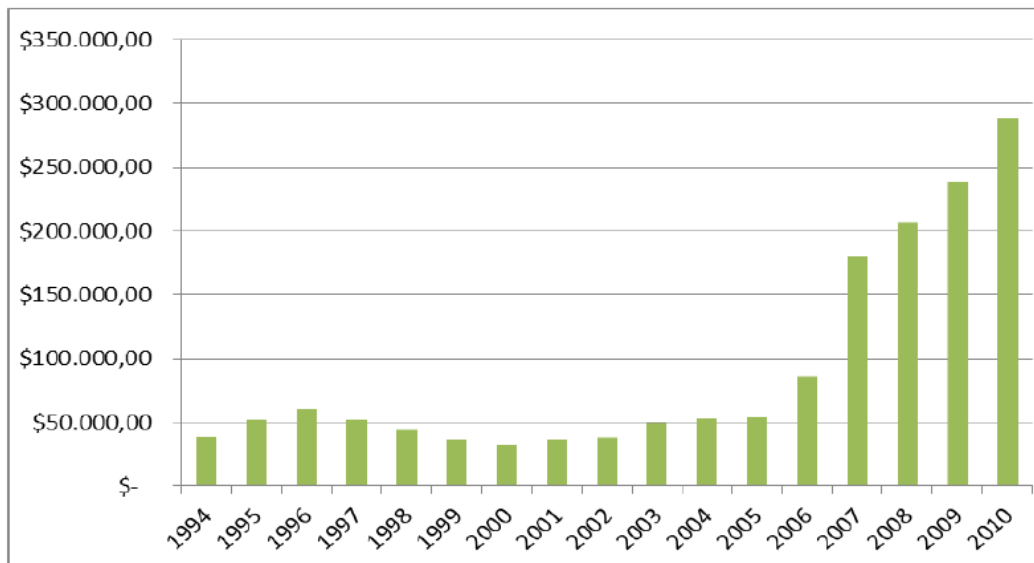
Outro fator relevante na evolução da política monetária do Brasil foi a criação do Comitê de Política Monetária (COPOM) em 1996, composto por membros do Banco Central, possui a responsabilidade de definir as diretrizes desta política e estabelecer a meta da taxa de juros Over-Selic da economia.



**GRÁFICO 8 - Evolução da Meta Selic e da Taxa Efetiva de 1996 a 2004**

Fonte: Banco Central do Brasil

Como pode ser observado no Gráfico 8, a taxa básica de juros (Selic) teve forte oscilação durante o período de 1994 a 2004 e em 1997, atingiu seu nível máximo, com o objetivo de encarar a crise cambial gerada pela elevada redução das reservas internacionais, como representado no Gráfico 9.



**GRÁFICO 9 - Reservas Internacionais- US\$ (milhões)**

Fonte: Banco Central do Brasil

Em 21 de junho de 1999, o COPOM passou a seguir o regime de Metas de Inflação estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), onde deveria ocorrer um anúncio prévio da meta e o Banco Central seria incumbido de guiar a política monetária, de tal forma que obtivesse o cumprimento desta meta. Além disso, o Banco Central passou a ter a responsabilidade de analisar a conjuntura econômica abrangendo a inflação, os agregados monetários, as finanças públicas, o balanço de pagamentos, o mercado de câmbio doméstico e as operações com as reservas internacionais, entre outros.

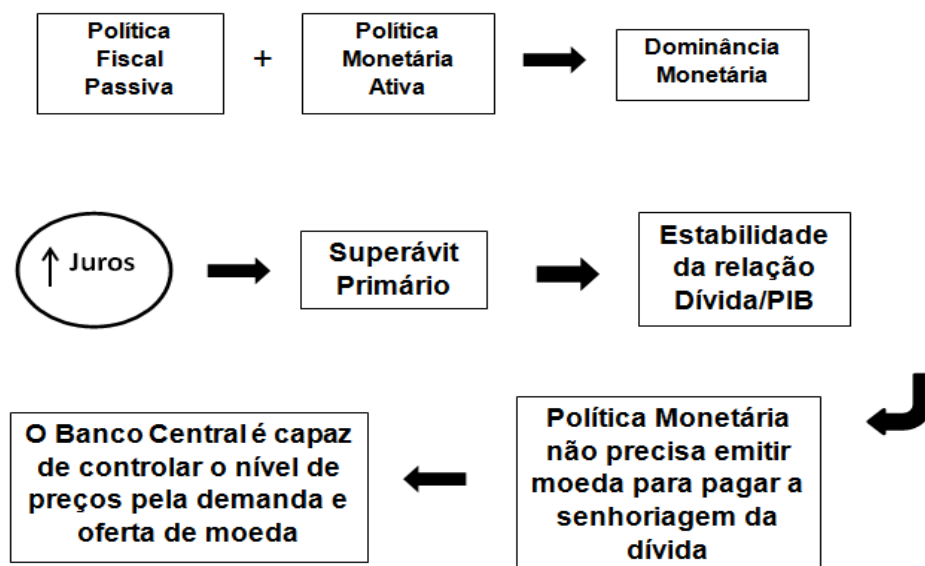
Dessa forma, os instrumentos de política monetária utilizados no Plano Real foram efetivos no que tange ao controle da inflação que foi possibilitado através da intensificação da abertura econômica iniciada no governo Collor, por outro lado, nem tanto efetivos devido aos déficits em transações correntes ocasionados pela âncora cambial, ao baixo crescimento econômico, a elevada vulnerabilidade externa e a crescente dívida pública.

### 3 DOMINÂNCIA FISCAL E MONETÁRIA: DIFERENTES MECANISMOS NA TAXA DE JUROS E SEUS EFEITOS SOBRE A INFLAÇÃO

A discussão acerca da intensidade das políticas monetária e fiscal e suas consequências surgem em 1981, através da obra *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic* de Sargent e Wallace (1981). Neste estudo, os autores mostram os resultados da coordenação da taxa de juros por meio da análise de duas visões: a chamada dominância monetária e a dominância fiscal. Sargent e Wallace (1981) seguem a análise monetarista, onde a determinação do nível de preços é baseada na Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), a inflação é um problema estritamente monetário e uma ação dura do Banco Central seria suficiente para estabilizar esta inflação.

Para os autores, a taxa de juros elevada é explicitamente responsável pela busca da estabilidade de preços e a política monetária visa fortalecer a independência do Banco Central. Esta visão tradicional ainda indica que apenas o Banco Central possui mecanismos – através da taxa de juros – de estabilizar os níveis de preços e que a política fiscal é incapaz de influenciá-los. Eles desenvolveram a chamada “Aritmética Monetarista Desagradável” que indica que o Banco Central possui controle sobre a inflação diante da política fiscal, porque diante de um aumento na taxa de juros, a Secretaria do Tesouro Nacional é capaz de compensar qualquer serviço da dívida, ou seja, a senhoriagem independe das ações do Banco Central e a Secretaria do Tesouro Nacional controla o superávit primário.

A seguir, é possível visualizar, através de um mapa conceitual (Figura 1), como se dá o processo da dominância monetária.



**Figura 1 - Mapa conceitual da Dominância Monetária**

Fonte: Dos autores.

Em contrapartida, estão os estudos de Sims (1994), Woodford (1995) e Cochrane (2001) que destacam a *Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP)*, onde a estabilidade da inflação só pode ser garantida se houver a solvência do governo. Além disso, estes autores discutem a ideia monetarista de que a inflação depende apenas do comportamento da oferta monetária, já que acreditam que podem ocorrer erros no controle da dívida pública que por sua vez causariam mudanças no nível de preços da economia.

Seguindo esta linha, na visão da dominância fiscal, o aumento da taxa de juros é determinado para atrair capitais estrangeiros, onde a política fiscal é ativa e a política monetária é passiva, já que o superávit primário independe da relação dívida/PIB e a emissão de moedas tem a finalidade de cobrir as despesas com os serviços da dívida pública. Em outras palavras, as autoridades fiscais definem primeiramente se haverá déficit ou superávit nos anos futuros para então decidir se é preciso ajustar a política monetária de forma a emitir títulos para gerar receitas com senhoriagem. Dessa forma, a premissa básica do ponto de vista fiscal é assegurar que a Secretaria do Tesouro Nacional minimize os serviços da dívida pública, com o intuito de limitar o controle da inflação.

De forma sintetizada, a Figura 2 representa como ocorre o processo da dominância fiscal.

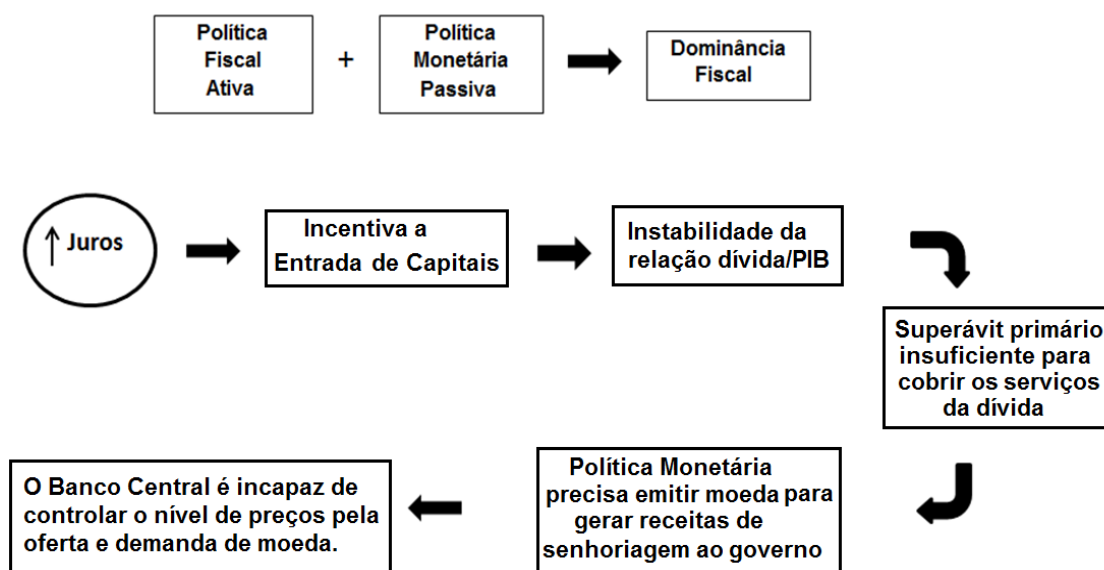


FIGURA 2 - Mapa conceitual da Dominância Fiscal

Fonte: Dos autores.

#### 4 DOMINÂNCIA MONETÁRIA E DOMINÂNCIA FISCAL NO BRASIL

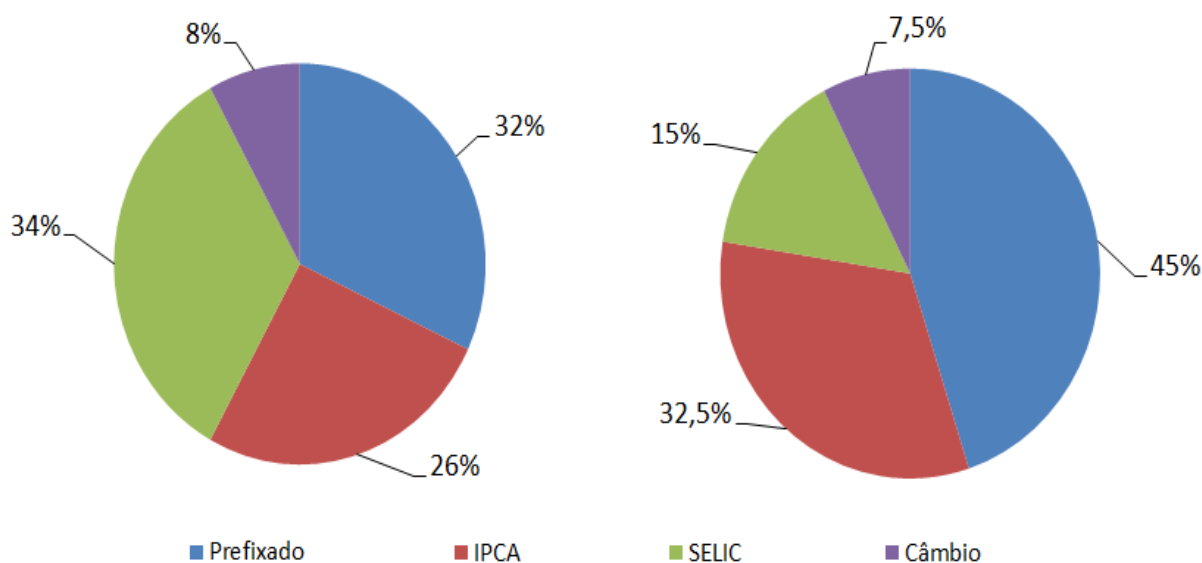
De acordo com a tese da dominância monetária, um país está sobre este regime quando possui uma política monetária ativa que é capaz de sobrepor a política fiscal passiva desta economia. Desde a criação do COPOM, o Banco Central do Brasil passou a seguir a chamada “Regra de Taylor” que utiliza a taxa de juros de acordo com as modificações nas condições da economia, para tanto a determinação da taxa de juros passou a seguir as expectativas da inflação e se tornou um mecanismo de contenção de crédito e consumo para assegurar os níveis de preços. Segundo Christiano e Fitzgerald (2000), a visão convencional “monetarista” e a TFNP diferem-se pela forma como é interpretada a restrição orçamentária intertemporal do governo no objetivo de se determinar preços. Ou seja, ao analisar a relação entre a dívida pública e as receitas futuras (superávits) do governo, a teoria monetária indica que essa equação é uma restrição à política fiscal, de forma que o governo deve aplicar a política econômica com o objetivo de igualar sua receita e despesa. Ao pensar desta forma, é que se fundamenta a hipótese da TQM para esta visão, justificando que a inflação é



determinada pelas variações monetária, não sendo influenciada, assim, por problemas fiscais.

Segundo Carvalho (2007, p. 163), a “Regra de Taylor” relaciona a taxa de juros básica da economia com a taxa de juros real de equilíbrio, desvios da inflação presente, comparada com a sua meta, bem como o desvio do produto efetivo em relação ao produto potencial de um país.

Porém, ao passo em que altas taxa de juros se justificam para controlar a inflação, a ação do Banco Central influencia nas expectativas do mercado financeiro que trazem impactos diretos sobre a dívida pública do governo indexada a taxa Selic, pois uma elevação na taxa de juros, aumenta o custo da dívida, reduz PIB e consequentemente, reduz os impostos arrecadados do governo. No Gráfico10, é possível fazer uma análise comparativa da composição da dívida pública federal brasileira e o que seria – de acordo com a Secretaria do Tesouro Nacional – a composição ótima da dívida para alcançar uma gestão eficiente da mesma. Ao longo dos últimos 10 anos, a Secretaria do Tesouro Nacional vem trabalhando, dentro de seus limites, no que propõe para atingir esta composição ótima, se fazendo necessário reduzir a parcela da dívida indexada a taxa Selic e a taxa de câmbio que tornam o país mais vulnerável a choques internos e externos e por outro lado, aumentar a proporção de títulos prefixados e remunerados pelo IPCA. Porém, sabe-se que essa mudança deve ocorrer de forma gradualista e deve considerar as restrições do mercado financeiro brasileiro.



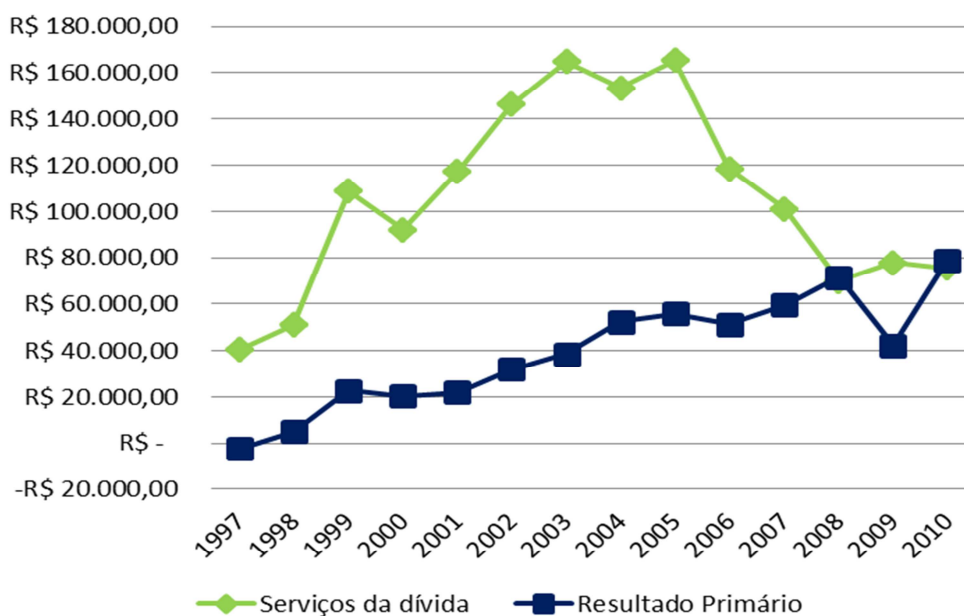
**GRÁFICO 10 - Composição da Dívida Pública com seus principais Indexadores e Composição Média Ótima da Dívida Pública Federal (2009)**

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Mesmo diante da grande participação da taxa Selic como indexador da dívida pública, Fialho (2004) e Gadelha e Divino (2008) indicaram através de estudos econométricos a presença de dominância monetária para a economia brasileira.

Os estudos de Fialho (2004) analisaram o período de 1995 até 2003 e testaram as hipóteses das dominâncias segundo a TFNP, relacionando as séries de dívida/PIB e superávit primário/PIB por meio de um Vetor Auto-regressivo (VAR), através do qual foi possível indicar um regime de dominância monetária devido à resposta da dívida pública a modificações na composição do superávit primário, ou seja, que foi possível verificar que o superávit primário foi capaz de responder ao nível da dívida de modo a assegurar a solvência fiscal do governo através da queda da dívida que foi sendo cada vez melhor suprida pelos aumentos nos superávits. Os autores ainda concluíram que, a partir do modelo VAR, é possível identificar um jogo onde a autoridade monetária ativa joga primeiro, enquanto a autoridade fiscal tem um comportamento passivo, determinando os excedentes e a dívida para os dados níveis de preços.

Porém, diferentemente do que os autores concluíram, é possível verificar, ao longo da história, que os serviços da dívida cresceram ao passo que o resultado primário não foi capaz de suprir o mesmo, como pode ser verificado no Gráfico 11.



**GRÁFICO 11 - Serviços da Dívida e Resultado Primário - R\$ Milhões**

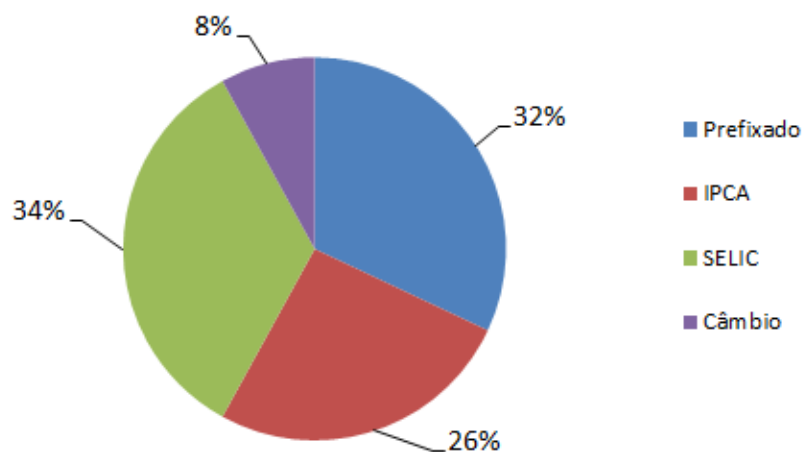
Fonte: Adaptado da Secretaria do Tesouro Nacional.

Já os estudos de Gadelha e Divino (2008) analisaram o período pós-Plano Real através do modelo de causalidade de Granger bivariada e multivariada, relacionando as variáveis taxa nominal de juros, relação dívida/PIB, relação superávit primário/PIB, taxa real de câmbio e o prêmio de risco cujo resultado apontou tendências de dominância monetária para a economia brasileira no período.

Segundo o resultado da análise do modelo, os autores concluíram que as elevações na taxa Selic não interferem diretamente na relação dívida/PIB, dizendo ainda que a autoridade monetária é autônoma e é capaz de fixar a taxa de acordo com sua escolha. Dessa forma, a política monetária não é afetada pelas alterações na dívida pública. Também obtiveram como resultado que uma melhora na relação dívida/PIB pode ser obtida por meio da geração de aumentos nos superávits primários, expressando ganhos de credibilidade para a política fiscal.

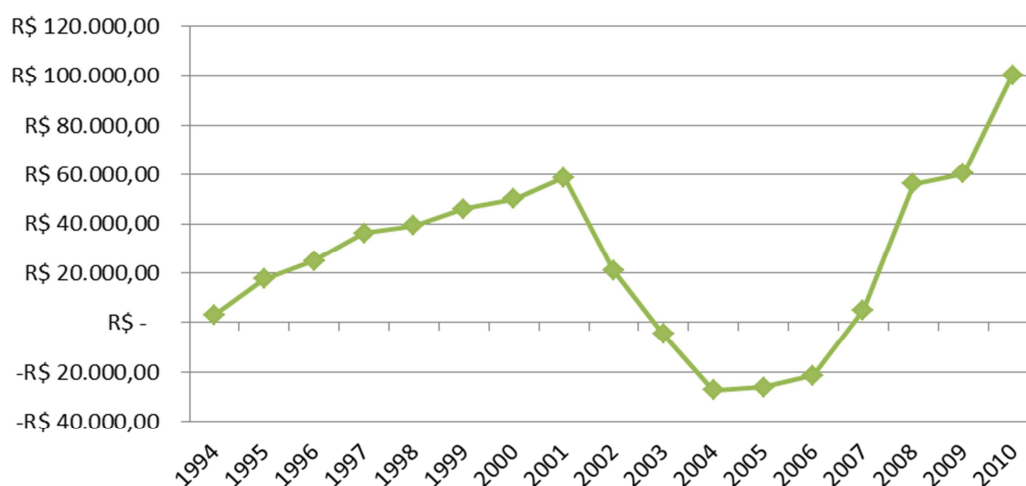
Como contestações dos resultados de Gadelha e Divino (2008), é possível observar através do Gráfico 12 que, dado que a taxa de juros representa a maior parte dos indexadores

da dívida, elevações na taxa interferem diretamente a relação dívida/PIB devido ao aumento dos serviços da dívida.



**GRÁFICO 12 - Composição da Dívida Pública - Principais Indicadores (2009)**  
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

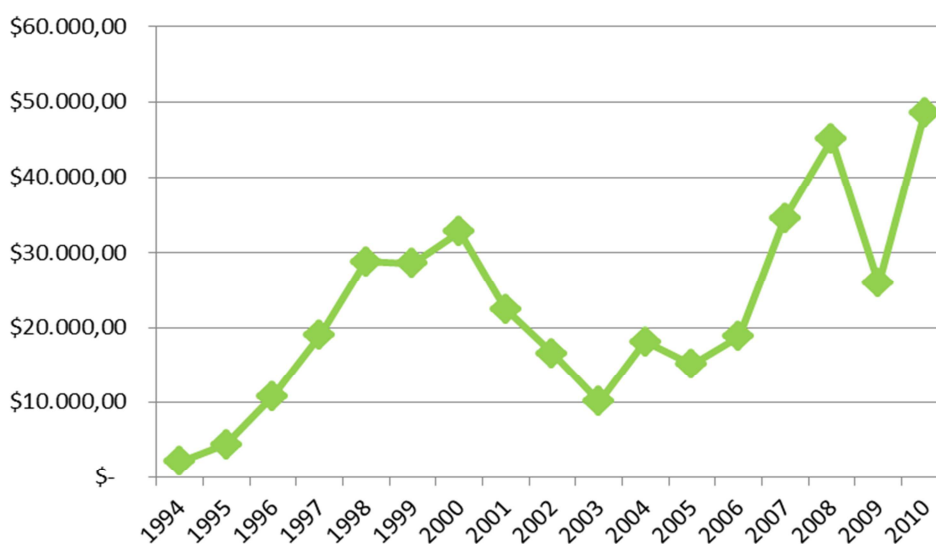
Já o Gráfico 13, apresenta a necessidade de financiamento do governo durante 9 anos consecutivos e indica que apenas no período de 2003 à 2007, o governo exibiu uma capacidade de financiamento como resultado da manutenção da vulnerabilidade externa do país, gerando menor pressão sobre o câmbio, o que corroborou com o controle da inflação, e após este período, a necessidade de financiamento voltou a crescer.



**GRÁFICO 13 - Necessidade/Capacidade de Financiamento – R\$ Milhões**

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Diante do perfil deficitário da economia brasileira apresentado no gráfico acima, o Gráfico 14 apresenta a entrada de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) que foi crescente na maior parte do período analisado e apenas reduziu em 2001 devido ao ataque às Torres Gêmeas nos Estados Unidos.



**GRÁFICO 14 - Investimento Direto Estrangeiro – US\$ milhões**

Fonte: Banco Central do Brasil

Com base na ideia de dominância fiscal, um país está sob este regime quando ocorre o oposto da dominância citada acima, em relação à condução das políticas econômicas, ou seja, quando a política fiscal de um país é ativa de tal forma que domina a política monetária, tornando-a passiva. Existem diferentes argumentos que defendem este regime, sendo representados pelos autores Sims (1994), Woodford (1995), Cochrane (2001) e Blanchard (2004).

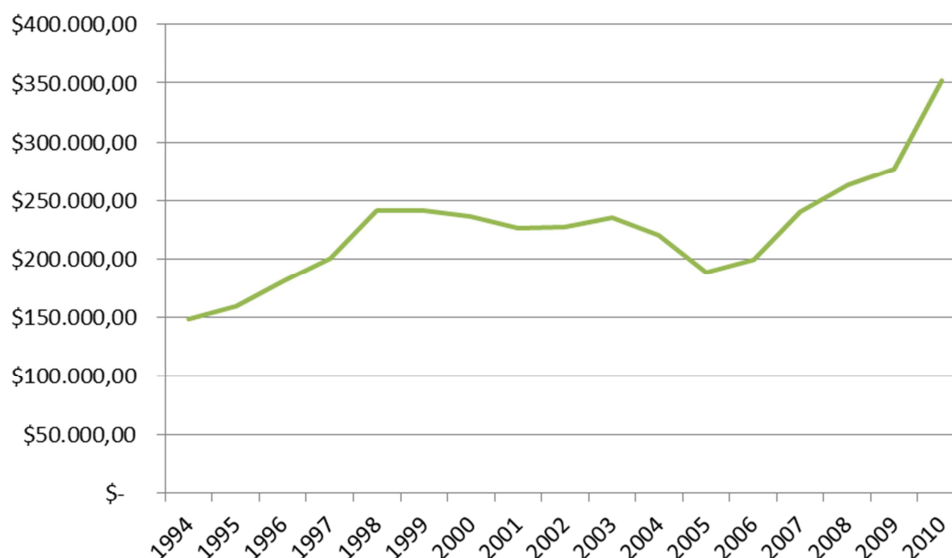
Um dos argumentos desenvolvidos deste lado do embate é da TFNP, como dito anteriormente, assume que a taxa de inflação só terá estabilidade se houver solvência do governo, e dessa forma, qualquer elevação dos preços deve ser acompanhada por uma elevação da taxa de juros e por um desprendimento maior de recursos dedicado ao pagamento dos serviços da dívida. Além disso, esta teoria diz que as abordagens tradicionais subestimam o problema que pode ser gerado na estabilização dos preços, por uma falha no controle da dívida pública.

A menos que medidas específicas sejam tomadas no sentido de se assegurar uma política fiscal apropriada, o objetivo dos preços estáveis pode não ser alcançado, apesar do comprometimento e da independência do Banco Central. Essa teoria implica que os Bancos Centrais preocupados com a estabilização de preços precisam fazer mais do que manter a política monetária em ordem, eles também têm que convencer a autoridade fiscal a adotar uma política fiscal adequada. (FIALHO, 2004, p. 8).

Sims (1994), Woodford (1995) e Cochrane (2001), adeptos da TFNP, dizem que a determinação do nível geral de preços é um fenômeno fiscal, e não monetário, que depende do superávit fiscal do país, em outras palavras, os preços dependem da taxa de crescimento dos títulos do governo, contradizendo a TQM, que relaciona os níveis de preços com o estoque monetário.

Em relação ao caso brasileiro, um dos autores que testaram a hipótese de dominância fiscal foi Blanchard (2004), que questionou a viabilidade de manter o regime político monetário no Brasil, colocando questionamentos no sucesso do Regime de Metas de Inflação no país. Ele desenvolveu em 2004 um modelo com base teórica, cujo intuito era mostrar que as políticas monetárias provocam mudanças explosivas na dívida pública, por meio de testes empíricos dos anos 2002 e 2003 (altas instabilidade e incerteza, já que 2002 foi ano pré-

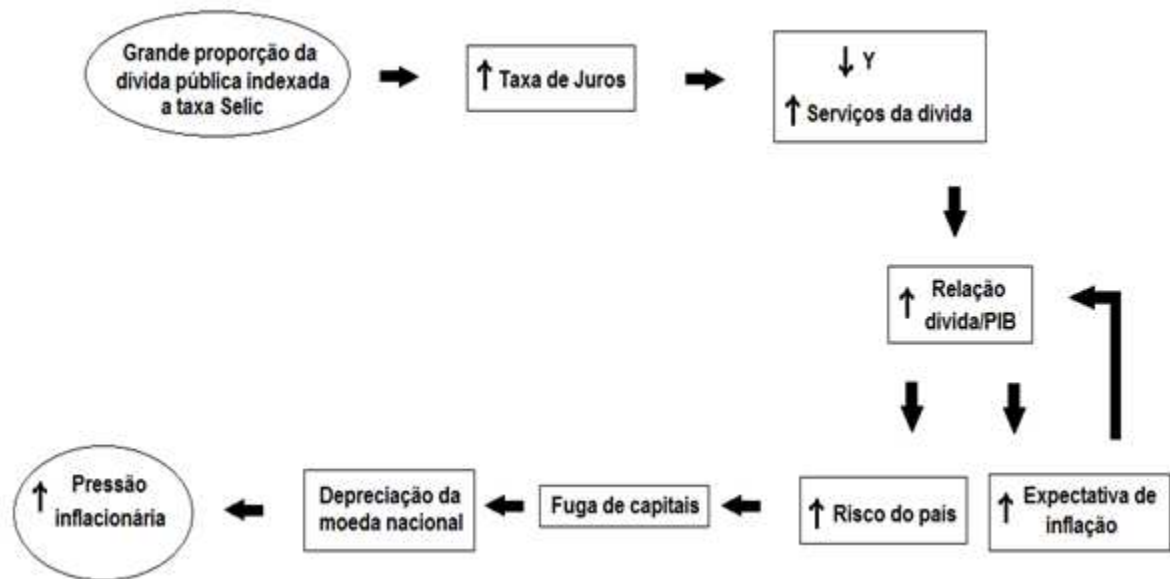
eleitoral e 2003 primeiro ano do governo Lula). Como resultado, o autor notou que no Brasil houve dominância fiscal devido à elevada dívida pública existente no período pós-Plano Real, como pode ser observado no Gráfico 15.



**GRÁFICO 15 - Dívida Pública Externa - US\$ (milhões)**

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Isto é explicado pelo fato de que grande proporção da dívida pública era indexada à taxa Selic, que por sua vez aumentou diretamente o endividamento público, e conseqüentemente, o aumento do mesmo fazia elevar o prêmio de risco-país, e por arbitragem financeira, houve uma depreciação da moeda nacional. Devido ao endividamento elevado, as expectativas da inflação aumentavam, já que parte da dívida poderia ser monetizada futuramente, pressionando assim o processo inflacionário da época. Este modelo do autor pode ser observado de forma resumida na Figura 3.



**FIGURA3 - Dominância Fiscal – Modelo desenvolvido por Blanchard**

Fonte: Dos autores.

Assim, Blanchard (2004) acreditava que usar a taxa de juros como instrumento de ajuste pode ser inadequado, pois aumenta a dívida e o risco-país, de modo que, reduz a demanda por títulos domésticos e aumenta a de títulos externos, isto é, há fuga de capitais, que faz com que deprecie o câmbio, e conseqüentemente, aumente a inflação. Considera que o mecanismo ideal seria usar a política fiscal para reduzir a inflação, diferente do ocorrido no ano de 2002. Além disso, o próprio autor verificou que este modelo possuía uma limitação, pois não apresenta um caráter dinâmico, onde analisou o risco do país de acordo com as condições da dívida dos anos específicos, sem analisar a trajetória esperada da dívida futura.

De forma semelhante, segundo Gadelha e Divino (2008), Tanner e Ramos (2002) analisaram questões sobre a solvência do governo e o ajustamento fiscal na economia brasileira, utilizando um período anterior ao período analisado por Blanchard (2004), a década de 1990. Como resultado dos testes empíricos, os autores indicaram que o Brasil apresentou tendência de dominância fiscal, visto que o comportamento do país era insustentável ao longo dos anos analisados, com exceção dos anos de 1995 até 1997, isto é, após a adoção do Plano Real e antes das crises asiáticas, o Brasil evidenciou características de dominância monetária, devido a busca de controle do nível de endividamento por parte do governo.



Segundo Aguiar (2007), a ideia de dominância fiscal assegura que a autoridade monetária reage de acordo com a dívida pública e com isso, perde sua credibilidade. A autoridade fiscal reage, por sua vez, de forma autônoma, já que não se preocupa com o resultado do aumento da taxa de juros sobre a dívida, ou seja, se preocupa apenas em conter a inflação.

## 5 CONCLUSÃO

Este artigo teve como objetivo apresentar uma contextualização sobre a política do período do Plano Real, bem como suas fases, seus mecanismos de ajuste via taxa de juros e seus impactos econômicos e sociais. De forma abrangente, o Plano Real foi efetivo no que tange o controle da inflação, porém resultou em baixo crescimento econômico e aumento na taxa de desemprego, quando esses indicadores são comparados àqueles observados na década 1970. Outros fatos relevantes para o período foram as criações do Comitê de Política Monetária (COPOM) em 1996 e do Regime de Metas de Inflação em 1999; este último passou a agir de forma alinhada aos objetivos do COPOM.

Não obstante, a pesquisa visou analisar o debate acerca da proporção das políticas monetária e fiscal, a partir de elevações na taxa de juros, delimitar as características da economia brasileira e indicar as tendências de dominância fiscal ou monetária no período. Por meio da análise dos estudos de Sargent e Wallace (1981), Sims (1994), Woodford (1995) e Cochrane (2001) – no âmbito internacional - e Fialho (2004), Gadelha e Divino (2008), Tanner e Ramos (2002) e Blanchard (2004) – no âmbito nacional - e da verificação dos dados do período de 1994 até 2010, são fortes as evidências de que a economia brasileira apresentou tendências de dominância fiscal, pois a política de taxa de juros tinha um duplo mandato, a saber: objetivava a entrada de capitais, bem como para conter a inflação, diante do problema da redução das reservas internacionais durante a crise cambial e devido ao aumento da dívida pública observada no pós-Real.

Outro fator preponderante para esta conclusão é que, apenas a partir de 1999, observou-se uma preocupação mais incisiva referente aos gastos do governo – quando

ocorreu um ajuste primário efetivo, mas que só apresentou resultados nos anos de 2002 e 2003 - e que foi seguido por uma melhora na composição da dívida pública após 2003. Assim, há indícios substanciais de que a dominância fiscal, baseada no estudo de Blanchard (2004) para os anos 2002 e 2003, pode se estender para o período subsequente àquele contemplado pelo estudo.

Já a premissa da constante tendência de dominância monetária apresentada por Fialho (2004) e Gadelha e Divino (2008), é contestada de acordo com a conclusão desta pesquisa. A partir de 1999, com a implantação do Regime de Metas de Inflação, indica que a finalidade da elevação da taxa de juros é prioritariamente conter os níveis de preços da economia, dado que, mesmo o Banco Central tendo que emitir moeda para pagar a senhoriagem da dívida, o mesmo passou a ter mais autonomia na política monetária e sua emissão direcionada aos serviços da dívida vem se tornando cada vez menor, diante da diminuição da taxa Selic como indexador dos títulos.

Em suma, o problema brasileiro se baseia na seguinte contestação: O superávit primário é muito pequeno ou os serviços da dívida que são muito grandes? Se observarmos a composição da dívida pública, podemos observar que apenas nos últimos 10 anos a Secretaria do Tesouro Nacional passou a se preocupar em reduzir a proporção da dívida indexada a taxa de juros e a taxa de câmbio, bem como aumentar a parcela de títulos prefixados e de ativos indexados a índices de preços, tornando mais eficaz, pelo canal do efeito riqueza, a política monetária.

## REFERÊNCIAS

AGUIAR, M. T. **Dominância fiscal e a regra de reação fiscal**: uma análise empírica para o Brasil. 2007. 73 f. Dissertação (Mestrado em Economia)- Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

BLANCHARD, O. **Fiscal dominance and inflation targeting**: lessons from Brazil. Working Paper nº 10389, 2004. Disponível em:  
< [http://www.nber.org/papers/w10389.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w10389.pdf?new_window=1) >. Acesso em: 31 out. 2012.

CARVALHO, F. J. C. et al. Operacionalidade da política monetária: objetivos e instrumentos. In: \_\_\_\_\_. **Economia monetária e financeira**: teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 2007. p. 139-179.

CHRISTIANO, L. J.; FITZGERALD, T. J. **Understanding the fiscal theory of the price level**. NBER Working Paper N.7668, April, 2000.

COCHRANE, J. H. Long-term debt and optimal policy in the fiscal theory of the price level. *Econometrica*, [S. l.], v. 69, n. 1, p. 69-116, Jan. 2001.

FIALHO, M. L. **Interações entre as políticas monetária e fiscal no Brasil sob a ótica da teoria fiscal do nível de preços**. 2004. 88 f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Faculdade de Ciências Econômicas da UFRS, Porto Alegre, RS, 2004. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/6891>>. Acesso em: 30 ago. 2012.

GADELHA, S.; DIVINO, J. C. Dominância fiscal ou dominância monetária no Brasil? Uma análise de causalidade. *Economia Aplicada*, Ribeirão Preto, SP, v.12, n.4, p.659-675, out./dez. 2008.

GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. (Org.). **Economia brasileira contemporânea**. São Paulo: Campus, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em: 30 ago. 2012.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). **Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe)**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: 30 ago. 2012.

LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. **Economia monetária**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

PRETTO NETO, D. **Um histórico das recentes políticas econômicas de combate à inflação no Brasil**. Porto Alegre, 2003. 101 f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Faculdade de Ciências Econômicas da UFRS, Porto Alegre, RS, 2003. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/3136>>. Acesso em: 30 ago. 2012.

PIZZATO, D. **A história do Plano Real**. COFECON, 2009. Disponível em: <<http://www.cofecon.org.br/noticias/colunistas/decio-batista-pizzato/1792-a-historia-do-plano-real>>. Acesso em: 31 ago. 2012.

SARGENT, T. J.; WALLACE, N. **Some unpleasant monetarist arithmetic**. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, Fall, 1981. Disponível em: <<http://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr531.pdf>>. Acesso em: 28 ago. 2012.

SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/>>. Acesso em: 09 out. 2012.

SIMS, C. A. **A simple model for study of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy**. 1994. Disponível em:  
<<http://sims.princeton.edu/yftp/MnF/M&fpape4.pdf>> Acesso em: 30 ago. 2012

TANNER, E.; RAMOS, A. M. **Fiscal sustainability and monetary versus fiscal dominance: evidence from Brazil, 1991-2000**. International Monetary Fund, Washington, DC, 2002, IMF Working Paper.

WOODFORD, M. **Price-level determinacy without control of a monetary aggregate**. Working Paper n. 5204, Aug. 1995. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5204>>. Acesso em: 28 ago. 2012.