

**Universidade de Brasília - UnB**  
**Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FACE**  
**Departamento de Economia**  
**Mestrado Profissional em Gestão Pública**

**Dominância Fiscal:**  
**Análise das Evidências da Efetividade da Política Monetária Brasileira.**

**Allan Ricardo Alves**

**Orientadora: Prof.Dra. Andrea Felipe Cabello**

**BRASÍLIA**

**2016**



**ALLAN RICARDO ALVES**

**Dominância Fiscal:  
Análise das Evidências da Efetividade da Política Monetária Brasileira.**

Dissertação apresentada como requisito parcial para conclusão do Mestrado Profissional em Economia - Área de Concentração: Economia e Gestão do Setor Público.

**Orientadora: Prof.Dra. Andrea Felipe Cabello**

**BRASÍLIA  
2016**

## Ficha catalográfica

Alves, Allan Ricardo  
AAL418            Dominância Fiscal: Análise das Evidências da Efetividade da  
d                   Política Monetária Brasileira. / Allan Ricardo Alves; orientador Andrea  
Felippe Cabello. -- Brasília, 2016. 51 p.

Dissertação (Mestrado - Mestrado em Economia) -- Universidade  
de Brasília, 2016.

1. Dominância Fiscal. 2. Metas inflacionárias. 3. Resultados  
Primários. 4. Taxa de juros. I. Felipe Cabello, Andrea, orient. II. Título.

## Resumo

Desde 1999 o Brasil dispõe de um mecanismo estatal, operado pelo Banco Central, para manter a inflação dentro de níveis preestabelecidos por meio da taxa básica de juros, a Selic, com intuito controlar a demanda agregada. Muitas vezes chamado de regime de metas inflacionárias esse sistema funcionou conforme previsto até 2013, mas em 2014 a inflação ultrapassou o limite máximo estabelecido e continuou em 2015.

Dessa forma, este trabalho buscou investigar a efetividade da política monetária de metas entre 2005 e 2015. Diante da hipótese de dominância fiscal, analisou-se o referencial teórico correspondente, assim como do funcionamento do sistema monetário e do papel da política fiscal nesse contexto. Além disso, foram extraídos para confronto os principais índices econômicos relacionados ao tema.

Após análises entre a literatura e os índices econômicos no período, foi possível apontar a ocorrência de dominância fiscal, principalmente em virtude do aumento dos preços administrados, ou seja, preços que são controlados pela autoridade fiscal.

**Palavras-chave:** Dominância fiscal, política monetária, taxa de juros.

## **Abstract**

Since 1999, Brazil has a state mechanism, operated by the Central Bank to keep inflation within predefined levels through the basic interest rate, the Selic, in order to control aggregate demand. Often called the regime of inflation targeting this system worked as planned by 2013, but in 2014 inflation exceeded the ceiling and continued in 2015.

Thus, this study investigated the effectiveness of monetary policy targets between 2005 and 2015. Given the hypothesis of fiscal dominance, analyzed the corresponding theoretical framework as well as the functioning of the monetary system and the role of fiscal policy in this context. In addition, they were taken to confront the major economic indicators related to the topic.

After analysis of the literature and economic indices in the period, it was possible to identify the occurrence of fiscal dominance, mainly due to the increase in administered prices, ie prices that are controlled by the tax authority.

**Keywords:** Fiscal dominance, monetary policy, interest rate.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	9
1 REFERENCIAL TEÓRICO .....	11
1.1 DOMINÂNCIA FISCAL.....	11
1.2 POLÍTICA MONETÁRIA.....	14
1.2.1 <i>Metas inflacionárias</i> .....	14
1.2.2 <i>Sistema de metas no Brasil</i> .....	15
1.2.3 - <i>Críticas ao sistema de metas</i> .....	17
1.2.4 - <i>O papel da política fiscal</i> .....	18
1.2.5 - <i>Resultado Primário</i> .....	20
2 ANÁLISE.....	22
3 CONCLUSÃO .....	44
5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	48

## Índice de ilustrações

FIGURA 1 - FLUXOGRAMA DE DOMINÂNCIA FISCAL .....	12
FIGURA 2 - EQUILÍBRIO DA TAXA DE JUROS E DO RISCO DA DÍVIDA PÚBLICA.....	13
TABELA 1 - PREÇOS ADMINISTRADOS .....	25
GRÁFICO 1 - META INFLACIONÁRIA E VARIAÇÕES DA SELIC E IPCA.....	23
GRÁFICO 2 - VARIAÇÕES DO IPCA, SELIC, PIB E CÂMBIO.....	29
GRÁFICO 3 - VARIAÇÕES DO PIB, DÍVIDA PÚBLICA E RESULTADOS PRIMÁRIOS.....	31
GRÁFICO 4 - VARIAÇÕES DA SELIC E CÂMBIO.....	34
GRÁFICO 5 - VARIAÇÕES DO CÂMBIO E DO RISCO-EMBI .....	36
GRÁFICO 6 - VARIAÇÕES DO IPCA, SELIC, DÍVIDA PÚBLICA, PIB E CÂMBIO .....	38
GRÁFICO 7 - VARIAÇÕES DO RISCO-EMBI E SELIC .....	40
GRÁFICO 8 - VARIAÇÕES DO RESULTADO PRIMÁRIO, PIB, SELIC E DÍVIDA PÚBLICA .....	43
GRÁFICO 9 – VARIAÇÕES DO RESULTADOS PRIMÁRIOS, SELIC E RISCO-EMBI.....	46



## Introdução

Após a adoção do regime monetário de metas inflacionárias em 1999, que serviria como âncora nominal da economia, substituindo o regime de bandas cambiais, o Brasil estabilizou a inflação mantendo-a dentro dos limites das metas estabelecidas. No entanto, em 2014 o índice inflacionário ultrapassou o limite máximo definido e iniciou uma ascensão que continuou em 2015 ocasionando distorções em vários âmbitos econômicos.

Com essa nova política monetária o Banco central passou a utilizar a taxa básica de juros (Selic) como instrumento para direcionar a inflação para o centro da meta. Durante 8 anos (2005-2013) a inflação respondeu às modificações da taxa de juros, fato que não ocorreu em 2014 e 2015 mesmo com o forte aumento da Selic.

Diante de tal fato, este trabalho tem o objetivo de investigar as razões pelas quais a política monetária não obteve êxito no controle inflacionário a partir de 2014.

Uma possível explicação para esse resultado é a tese de dominância fiscal, a qual afirma que a política monetária é prejudicada pela condução da política fiscal que realiza sucessivos déficits elevando o nível da dívida pública. Assim, caso o Banco Central elevasse os juros para reduzir a demanda agregada e valorizar o câmbio com intuito de atrair investimentos com expectativa de inflação reduzida, o resultado seria justamente o inverso, ou seja, aumento da inflação, da parte da dívida pública indexada à taxa que subiu e da desconfiança, pois o risco de solvência dessa dívida aumenta o prêmio de risco, e a possibilidade de monetização da dívida futura causa expectativa de inflação resultando em taxas de juros altas e desvalorização cambial, visto que a demanda por títulos internos seria reduzida em detrimento dos externos (AGUIAR, 2007).

Em princípio, no sistema de metas inflacionárias a autoridade fiscal deve se preocupar em manter o nível da dívida sustentável para afastar a possibilidade de default. Dessa forma, espera-se que ela siga uma regra de atuação para que o superávit

primário reflita positivamente as variações causadas pela política monetária, evitando assim a piora no risco-país e expectativa de inflação no futuro (LOPREATO, 2006).

Dessa forma, é preciso analisar empiricamente se a condução da política fiscal fez esforços para manter a sustentabilidade da dívida ou se agiu de modo que limitou ou impediu a atuação da política monetária, ou seja, se houve dominância fiscal sobre a política monetária brasileira.

Dessa forma, este trabalho desenvolve-se em três partes. Na primeira realiza-se uma breve revisão da literatura acerca de dominância fiscal. Em sequência é descrita a política monetária englobando o conceito de metas inflacionárias, o sistema de metas no Brasil, críticas ao sistema de metas, o papel da política fiscal e resultado primário. Na segunda parte é feita uma análise confrontando a literatura com os principais dados das variáveis econômicas publicadas oficialmente pelo Banco Central do Brasil para o período 2005-2015. Em seguida é apresentada a conclusão com base nas partes anteriores.

# 1 Referencial teórico

## 1.1 Dominância fiscal

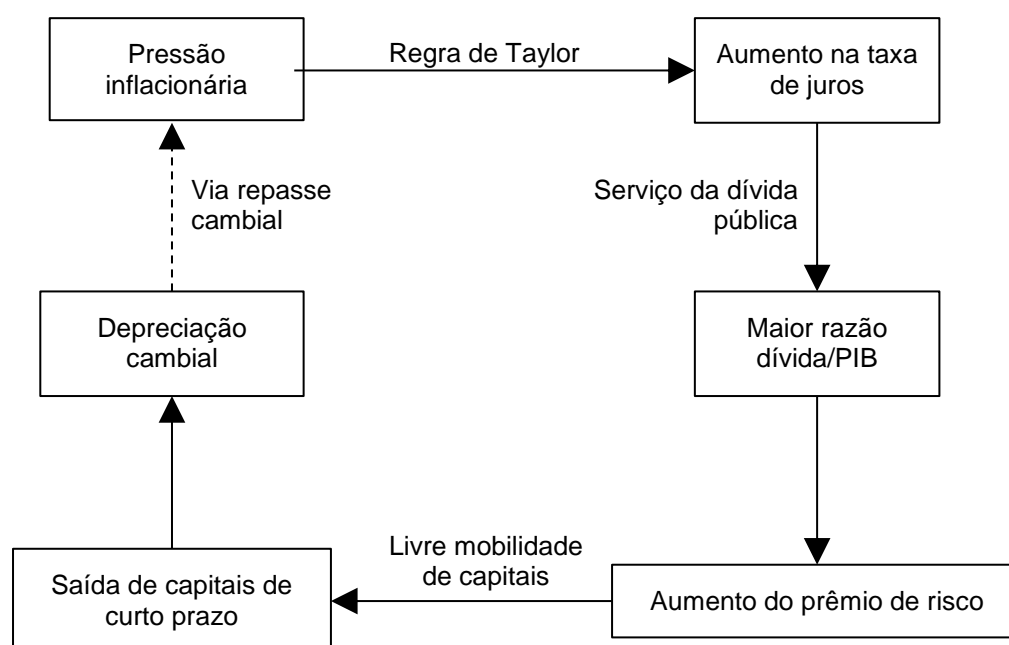
Conforme Aguiar (2007) ocorre a dominância fiscal quando a política contracionista atua num momento de crise fiscal causando inflação. Fatores como os relacionados ao risco de solvência da dívida, que aumenta o risco-país, assim com a possibilidade de monetização, que causa a expectativa de inflação, são dois elementos responsáveis por limitar a execução eficaz da política monetária resultando num cenário de juros elevados câmbio desvalorizado e mais pressões inflacionárias. Com isso, a política monetária gera um resultado oposto ao pretendido por estar dominada fiscalmente, ou seja, uma alta nos juros para reduzir a inflação causaria exatamente o oposto, tendo em vista que os investidores avaliam o comportamento fiscal do governo, pois é em seu orçamento que está a remuneração dos juros.

Considerando que uma política contracionista utiliza a taxa de juros como único instrumento, sua elevação reduz a demanda agregada ao mesmo tempo que eleva a dívida pública na parte que está indexada a essa mesma taxa. Ao reduzir a demanda, o PIB e arrecadação de impostos também sofrem redução, no momento em que o estoque da dívida aumenta, resultando em elevação da razão dívida/PIB. A efetividade dessa elevação depende de como os investidores percebem a condução das políticas fiscal e monetária, podendo o risco-país e expectativa de inflação se comportarem de modos distintos causando reflexos também diferentes no câmbio, como sua desvalorização. Assim, expectativa de inflação e risco-país são os elementos que podem tornar perverso o resultado da elevação dos juros (CARNEIRO e WU, 2005).

Blanchard (2004) argumenta que quando se eleva a taxa de juros espera-se que o câmbio se aprecie em virtude da entrada de capitais, mas o resultado pode ser inverso por conta da possibilidade de default da dívida pública que subiu. Segundo o autor, dependendo do nível dessa dívida, o ajuste fiscal seria o caminho mais adequado para combater a inflação, visto que a alta dos juros provocaria um efeito perverso na economia.

Conforme Carneiro e Wu (2005) a dominância fiscal é caracterizada por uma situação na qual a inflação é ocasionada por distúrbios fiscais, e não descontroles monetários. Especificamente uma situação na qual o estoque da dívida pública está com um nível que é muito próximo ao limite que se acredita ser sustentável às taxas em vigor e o desempenho da economia. Com isso, um aumento na taxa de juros, seria capaz de elevar o estoque para além do seu limite sustentável, em virtude do impacto sobre o serviço dessa dívida. Dessa forma, a percepção do risco-país aumentaria provocando redução de investimento externo, que por consequência depreciaria a taxa de câmbio que pressionaria a inflação, ou seja, a política monetária perderia sua capacidade de controle inflacionário. Na Figura 1 formulado pelos autores é possível verificar uma espécie de espiral o qual denominam de mecanismo perverso.

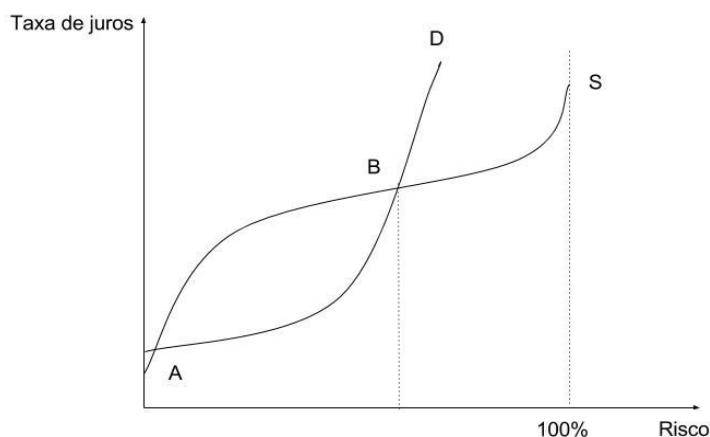
Figura 1 - Fluxograma de Dominância Fiscal



Fonte: Carneiro e Wu (2005)

Um dos trabalhos pioneiros sobre dominância fiscal no Brasil foi elaborado por Bresser e Nakano (2002). Para esses autores a capacidade de pagamento dos títulos públicos sofre influência da taxa de juros, e a percepção de risco pelos investidores está vinculada à situação das finanças públicas. Dessa forma, quanto mais risco, maior a taxa de juros exigida pelos investidores.

Figura 2 - Equilíbrio da Taxa de Juros e do Risco da Dívida Pública



Fonte: Bresser e Nakano (2002)

Conforme a Figura 2 – Equilíbrio da Taxa de Juros e do Risco da Dívida Pública, elaborado pelos autores, a curva D representa a taxa de juros, a curva S representa a probabilidade de default da dívida, o qual está vinculada ao superávit primário do orçamento. Sucessivos superávits reduzem as chances de default, por outro lado, sucessivos déficits aumentam, de forma que, a partir de determinado ponto, o risco de default sobe exponencialmente. Esse ponto é exatamente quando a taxa de juros debilita as contas do governo.

O ponto A representa uma taxa de juros menor, considerado estável, enquanto o ponto B é considerado alto e tende a ser explosivo à sua direita.

Diversos argumentos apontam que as economias emergentes, com alto grau de endividamento interno e/ou externo, são vistas com grande desconfiança sobre suas capacidades de sustentarem desequilíbrios fiscais, o que torna o principal instrumento de política monetária, a taxa básica de juros, ineficaz no combate à inflação, podendo inclusive gerar efeitos perversos sobre a própria economia (CARNEIRO e WU, 2005).

## 1.2 Política monetária

### 1.2.1 Metas inflacionárias

Para Debelle e Stevens (1995):

A number of the countries concerned have in the past pursued monetary aggregate targets, or exchange rate targets (in a number of instances both) as an intermediate goal along the path to medium-term inflation control. In most cases, experience with such intermediate targets had its disappointments. The announcement of a specific goal for inflation is an attempt to anchor inflationary expectations and develop a measure of confidence in the conduct of monetary policy in much the same way that monetary or exchange rate objectives were designed to do, while avoiding the problems of unstable velocity or being a sitting target for speculative players in currency markets.

Com esse sistema, a independência do Banco Central se torna maior na condução da política monetária, de modo que reduz a tentação dos governos em fazer políticas monetárias expansionistas por meio do aumento do produto e/ou redução do nível de desemprego, ou seja, uso do “princípio aceleracionista da curva de Phillips (versão Friedman-Phelps), cujo resultado de longo prazo seria apenas um aumento da taxa de inflação” (MENDONÇA, 2002).

Com isso, fica afastada a possibilidade de dominância fiscal, visto que, de outro modo, a existência de elevados “fiscal deficits will eventually have to be monetized or the public debt eroded by a large devaluation, and high inflation will follow” (MISHKIN E SAVASTANO, 2000).

No entanto, para Mendonça (2002) o BC não é rígido, há uma banda para inflação que consiste numa margem para sua atuação discricionária em casos de grandes choques, permitindo dessa forma a manutenção da credibilidade em caso de desvio da meta estabelecida, visto que há variáveis que não podem ser mensuradas na definição da política de metas.

Os países que adotaram o regime de metas inflacionárias definem uma inflação maior que zero, pois uma inflação considerada baixa não causa impactos negativos nas expectativas de inflação futura ou na credibilidade da autoridade monetária.

Além disso, Mendonça (2002) afirma que:

[...] é admitido que uma taxa de inflação próxima a zero provocaria uma pressão permanente para o aumento da taxa natural de desemprego acarretando problemas de natureza recessiva para a economia.

Esses países aumentaram a credibilidade monetária através da transparência entre autoridade e mercado feita por meio de comunicações que apresentam relatórios de inflação. Conforme Mishkin (1999) esses relatórios apresentam quatro pontos básicos:

- 1) The goals and limitations of monetary policy, including the rationale for inflation targets;
- 2) The numerical values of the inflation targets and how they were determined;
- 3) How the inflation targets are to be achieved, given current economic conditions; and
- 4) Reasons for any deviations from targets

O uso desse sistema não significa que o BC seja sempre avesso à inflação, é preciso considerar que ele não é capaz de eliminar a influência fiscal completamente. O intuito do anúncio de metas é para que o mercado reavalie suas expectativas para que elas convirjam para a meta estabelecida (MENDONÇA, 2002).

### **1.2.2 Sistema de metas no Brasil**

Em 1999 foi adotado no Brasil o sistema monetário de metas para a inflação como âncora nominal da economia, substituindo o regime de bandas cambiais que havia entrado em colapso. Com essa nova política monetária, O Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelece as metas de inflação, que são propostas pelo Ministro da Fazenda (CAMPOS NETO, 2005). O Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB tem de atingir o alvo da meta de inflação por meio do uso da taxa básica de juros de curto prazo, a

Selic (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia) ou taxa de juros de empréstimos interbancários *overnight*, a qual tem margens de tolerância, máxima e mínima, para absorver incertezas, choques temporários ou fatores sazonais (FERREIRA, SILVA e CARVALHO, 2013). O índice escolhido para a referência inflacionária foi o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), em virtude de ser capaz de também refletir fatores sazonais e choques temporários. O IPCA, calculado pelo IBGE, abrange as famílias com rendimentos mensais compreendidos entre 1 (hum) e 40 (quarenta) salários-mínimos, qualquer que seja a fonte de rendimentos, e residentes nas áreas urbanas das regiões (ARETIS, PAULA e FERRARI-FILHO, 2009). Além disso, o sistema tem o intuito de ser facilmente compreendida pelo público (MENDONÇA, 2002). Caso a inflação ultrapasse a meta estabelecida, o presidente do BCB deve publicar uma carta, com acesso público, ao Ministro da Fazenda explicando as razões pelo fracasso no alcance da meta, assim como deve expor todas as medidas para recuperar a meta e o tempo em que essas medidas deverão surtir efeito (CAMPOS NETO, 2005).

A sistemática de metas para a inflação foi formalizada pelo Decreto N° 3.088 (BRASIL, 1999). O novo sistema possibilitou a criação de um Departamento de Pesquisa no Banco Central responsável para efetuar projeções da inflação com elevada precisão. As variáveis econômicas analisadas incluem a taxa de juros (SELIC), a taxa de câmbio, demanda agregada, preços dos ativos, expectativas, crédito e agregados monetários, salários e riqueza. Essas análises permitiram estimar defasagens entre a definição da taxa de juros e seu efeito sobre a inflação, como por exemplo, o reflexo da política por meio da demanda agregada varia entre 6 e 9 meses (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2011).

O Copom publica o Relatório de Inflação do BCB, que fornece informações detalhadas sobre as condições econômicas, assim como as previsões de inflação com intuito de informar ao público e ao mercado sobre as metas e a implementação da política monetária.



### 1.2.3 - Críticas ao sistema de metas

A adoção de metas tem importância secundária para os agentes com expectativas racionais. Isto porque eles sabem da limitação que as autoridades monetárias têm na determinação da taxa de inflação. Dessa forma, mesmo que seja definida uma meta, as expectativas levarão em consideração a taxa de inflação próxima à anunciada. A transparência na utilização de bandas tem a vantagem de permitir pequenas flutuações sem que a taxa de inflação precise ser justificada aos agentes (BRUNILLA e LAHDENPERÄ, 1995).

Ocorre que a banda para a inflação não orienta o público adequadamente no âmbito das expectativas, ou seja, em caso de queda de credibilidade, o público inclui o limite superior da banda nas expectativas, ocasionando dessa forma mais tempo para estabilização dos preços (MENDONÇA, 2002).

Nessa mesma linha Bresser e Nakano (2002) argumentam que o sistema de metas de inflação surgiu no mundo desenvolvido em substituição ao modelo ortodoxo monetarista, que falhou. Porém, o uso de regras de reação inspiradas em modelo rígido faz o sistema retornar à velha ortodoxia por desconsiderar o problema do emprego ou do hiato de produto, sendo que nenhum banco central de fato desconsidera.

Conforme Bernanke & Mishkin (1997) o principal questionamento sobre a política de metas é se existe capacidade suficiente de previsibilidade e controlabilidade da inflação para ser estabelecida uma meta, visto que é difícil prever com acuidade a inflação de curto e de longo prazos. Dois fatores contribuem para essa situação:

The first is strictly operational: given the long lags between monetary policy actions and the inflation response, low predictability suggests that accurate targeting of inflation could be extremely difficult. The second issue has to do with the central bank's credibility: if inflation is largely unpredictable, and hence not finely controllable, then it will be difficult to judge whether the central bank has made its best effort to hit the inflation targets.

### 1.2.4 - O papel da política fiscal

O papel da política fiscal tem diversas abordagens teóricas, mas há relativo consenso sobre as formas mais adequadas de sua condução, de acordo com Lopreato (2006):

O comprometimento com regras e ações consistentes intertemporalmente tem como objetivo dar credibilidade e estabelecer a reputação da política econômica, criando um quadro estável capaz de servir de guia dos investidores na tomada de decisões.

Em tese, espera-se que a política fiscal atue de forma a garantir o equilíbrio das contas públicas (corte de gastos ou geração de impostos), enquanto a política monetária atua livremente na definição de taxa de juros e expansão monetária. Dessa forma, a política fiscal se configura passiva e política monetária ativa (LEEPER, 1991).

Por outro lado, é indesejado o cenário em que a política fiscal é definida sem levar em consideração a política monetária, ou seja, déficits fiscais são estabelecidos forçando o banco central a acomodá-los e gerar a receita suficiente para fechar as contas do orçamento via senhoriagem, configurando assim a situação de dominância fiscal, a qual é incompatível com a estabilização do índice geral de preços, pois qualquer tentativa do banco central em controlar a inflação via taxa de juros irá contribuir para mais déficit orçamentário e mais inflação. Esse problema é mais acentuado em países que adotaram o sistema de metas para a inflação conjugado com a política monetária (SARGENT e WALLACE 1981).

A interação da política fiscal com a monetária foi inspirada na ideia de Sargent e Wallace (1981) a qual o controle intertemporal da política fiscal é a âncora da política monetária, visto que em caso de dominância fiscal, o controle inflacionário se torna inviável, de modo que o mercado iria definir um patamar mais elevado de preços no presente considerando os níveis da expansão monetária no futuro. Dessa forma, a política monetária de metas para a inflação exige maior controle da política fiscal como requisito de credibilidade da política adotada.

O comportamento das variáveis taxa de juros, os fluxos de capitais e o prêmio de risco é considerado vinculado às expectativas sobre o nível da dívida pública e a situação fiscal futura dos países, principalmente nos emergentes dependentes do investimento externo. O acesso ao crédito dependeria da definição de ajustes fiscais estruturais capazes de demonstrar comprometimento com a sustentabilidade da dívida pública no médio e longo prazo (LOPREATO, 2006).

Conforme Lopreato (2006) a principal dúvida que surge nas mentes dos investidores após a elevação da taxa é a probabilidade de default da dívida em relação à condução da política fiscal, visto que taxas são atrativas até certo ponto dependendo do montante dessa dívida. Caso a percepção seja de que a elevação da relação dívida/PIB não aumentam as chances de default, os títulos públicos continuam com sua atratividade normal de mercado. Em sequência ocorre o ingresso de capital externo e consequente apreciação cambial, o qual pode refletir na redução da inflação tornando bem-sucedida a política monetária implementada, livre de dominância fiscal. Nesse caso, a política fiscal agiria somente de forma reativa às decisões monetárias autônomas no âmbito da dívida pública no sentido de gerar o superávit primário.

No entanto, caso os investidores desconfiem da solvência da dívida pública por meio da avaliação da razão dívida/PIB, os títulos públicos perdem atratividade, prejudicando dessa forma a efetividade da política monetária, pois a elevação dos juros piora o risco-país causando a saída de capital e a depreciação cambial que refletirá na alta da inflação. Ou seja, a autoridade monetária não atingiu seu objetivo, pois sua atuação no sentido de reduzir a inflação gerou exatamente o oposto, agravando o problema. Esse fenômeno ocorre em virtude da forma autônoma de atuação da autoridade fiscal quando define déficits orçamentários sem correlação com a dívida/PIB, caracterizando dessa forma a dominância fiscal.

De acordo com Blanchard (2004) o uso da taxa de juros como instrumento de controle inflacionário pode mostrar-se inadequado ao elevar a dívida pública causando aumento do risco de default, o que gera redução da demanda por títulos públicos e fuga de capitais. Segundo ele, a política fiscal é que deveria atuar para reduzir a inflação.

## 1.2.5 - Resultado Primário

De acordo com Rocha e Álvares (2011) O PIB é o índice que representa a soma de todos os bens e serviços produzidos na economia ao longo de um período específico e é equivalente à renda anual do país. Quanto maior o PIB, maior tende a ser a receita do governo, assim como sua capacidade para pagar juros e amortizar dívidas.

A dívida do governo geralmente é medida como proporção do PIB. Se a relação dívida/PIB for elevada e crescente, o governo poderá enfrentar dificuldades para refinanciá-la ou para pagá-la no futuro. Para estabilizar essa relação o governo precisa pagar ao menos os juros incidentes sobre a dívida pública, de modo que ela não cresça a uma taxa superior à do PIB. Esse é o papel do superávit primário. Essa dívida pode crescer tanto pela contratação de novos empréstimos quanto pelo não pagamento integral dos juros devidos, sendo que os juros não pagos serão somados ao montante da dívida. Com isso, os governos ajustam o resultado primário conforme a meta que têm para a dívida. Para que se reduza a relação dívida/PIB, precisam de um superávit primário maior, ou seja, mais esforço por parte da população por meio de aumento dos impostos, assim como cortes de gastos como a contenção de reajustes previdenciários e investimentos públicos. Por outro lado, caso avaliem que relação dívida/PIB pode ficar constante ou subir, projetam um resultado primário menor, o que ocasiona maior liberdade para aumentar despesas ou reduzir a arrecadação de tributos (ROCHA E ÁLVARES, 2011).

Conforme Rocha e Álvares (2011):

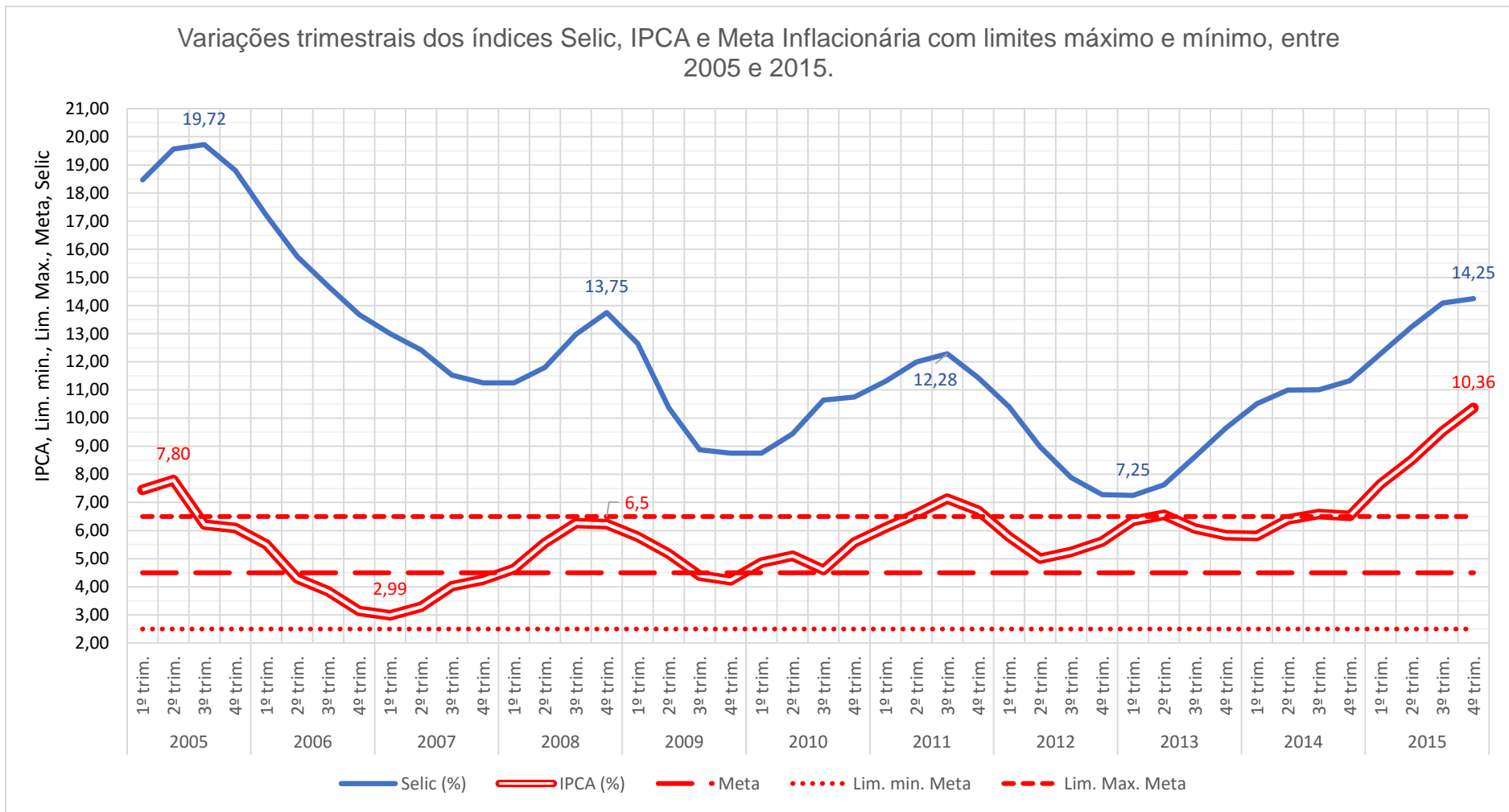
É por esse motivo que o tema se torna polêmico. Quando o governo anuncia que deseja aumentar o resultado primário, os grupos que serão prejudicados pelos aumentos de tributos e/ou contenção de gastos reclamam (contribuintes, usuários de serviços públicos, servidores públicos, aposentados, etc.). Por outro lado, quando o governo afrouxa a meta de resultado primário, surge o risco de crescimento acelerado da dívida, que tem efeitos negativos sobre a economia, tais como: aumento do risco de inflação, de crise financeira, de moratória da dívida pública, etc., que acabam redundando em menor crescimento da economia, gerando prejuízos para toda a população.

Em 1999, simultaneamente à adoção do sistema de metas inflacionária, o governo brasileiro comprometeu-se, por meio da política fiscal, com uma meta de resultado primário superavitário no intuito de garantir a sustentabilidade da dívida pública, assim como a redução da relação dívida/PIB (AGUIAR, 2007).

## 2 Análise

Confrontando a literatura acerca do regime de metas inflacionárias com variáveis econômicas extraídas do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central é possível verificar no Gráfico 1 que a nova sistemática adotada em 1999 funcionou conforme o esperado na maior parte do período de análise desse trabalho, em que os aumentos das taxas de juros foram capazes de manter a inflação nos limites da meta, inclusive durante a turbulência internacional provocada pela Grande Recessão de 2008. Porém, no quarto trimestre de 2014 a inflação não foi contida com o aumento da Selic que já ocorria desde o início de 2013 e ultrapassou o limite máximo da meta de 6,5% chegando a 10,36% junto com uma taxa de juros de 14,25% no final do período, indicando, dessa forma, a existência de fatores que anularam a atuação efetiva dessa política monetária, como por exemplo a hipótese de dominância fiscal, visto que não houve influência de crise internacional, sugerindo assim que a causa do problema seria interna.

Gráfico 1 - Meta inflacionária e variações da Selic e IPCA



Fonte de dados: Banco Central do Brasil.

Gráfico: elaboração do autor.

A política monetária é formalmente regulada pelo Decreto nº 3.088 de 21 junho de 1999, o qual estabelece que, caso a meta de inflação fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) não seja cumprida, o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter descrição detalhada das causas do descumprimento; providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito. Com isso, a referida carta foi publicada em 8 de janeiro de 2016 destacando as causas do descumprimento da meta:

O nível de inflação de 2015 refletiu, em grande parte, os efeitos de dois importantes processos de ajustes de preços relativos na economia – o realinhamento dos preços administrados por contrato (“preços administrados”) em relação aos chamados “preços livres” (variação do IPCA excluindo os preços administrados) e o realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais –, observados desde o final de 2014 e que se estenderam ao longo de 2015. Esses processos, conforme vem sendo destacado nos documentos oficiais do Banco Central do Brasil (BCB), mostraram-se mais prolongados e mais intensos que o inicialmente previsto, resultando nos patamares de inflação observados recentemente (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016).

Os “preços administrados” referem-se aos preços que são insensíveis às condições de oferta e de demanda porque são estabelecidos por contrato ou por órgão público. Atualmente, 23 bens e serviços da cesta do IPCA são classificados como preços administrados, conjunto que inclui serviços públicos, bens produzidos por empresas públicas, impostos e tarifas pagos às três esferas de governo. O conjunto de preços administrados totalizava 23,31% do IPCA em março de 2015, refletindo a importância desses bens e serviços na cesta dos consumidores com renda entre um e quarenta salários mínimos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015).

A tabela 1 relaciona os preços administrados. Nela é possível observar o percentual do peso de cada preço administrado em relação ao total, na coluna direita, assim como o percentual do peso de cada preço em relação ao IPCA, na coluna esquerda. Destaca-se os altos índices dos Produtos Derivados de Petróleo, Energia Elétrica Residencial, Plano de Saúde e Produtos Farmacêuticos no nível federal, e



também Transporte no nível estadual e municipal, em março de 2015. Tais itens, que somados têm um peso de 78,87% sobre os preços administrados, representaram um peso de 18,33% para o IPCA.

Tabela 1 - Preços Administrados

Resumo dos Preços Administrados no Brasil		
	Peso no IPCA (%) (mar/15)	Peso nos Preços Administrados (%) (mar/2015)
<b>Regulados a Nível Federal</b>		
<b>Produtos Derivados de Petróleo</b>	<b>5,23</b>	<b>22,43</b>
Gasolina	3,99	17,11
Gás de botijão	1,09	4,67
Óleo Diesel	0,15	0,65
<b>Energia Elétrica Residencial</b>	<b>3,21</b>	<b>13,76</b>
<b>Serviços Telefônicos</b>	<b>1,24</b>	<b>5,33</b>
Telefone Fixo	1,14	4,89
Telefone Público	0,10	0,45
<b>Plano de Saúde</b>	<b>3,24</b>	<b>13,91</b>
<b>Produtos Farmacêuticos</b>	<b>3,27</b>	<b>14,02</b>
<b>Jogos Lotéricos</b>	<b>0,37</b>	<b>1,57</b>
<b>Metrô</b>	<b>0,07</b>	<b>0,30</b>
<b>ônibus Interestadual</b>	<b>0,25</b>	<b>1,07</b>
<b>Correio</b>	<b>0,01</b>	<b>0,05</b>
<b>Barco</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>
<b>Gás Veicular</b>	<b>0,11</b>	<b>0,46</b>
<b>Regulados a Nível Estadual e Municipal</b>		
<b>Transporte</b>	<b>3,44</b>	<b>14,75</b>
ônibus Urbano	2,64	11,34
ônibus Intermunicipal	0,74	3,16
Trem	0,06	0,25
<b>Taxa de Água e Esgoto</b>	<b>1,39</b>	<b>5,96</b>
<b>Multa</b>	<b>0,03</b>	<b>0,14</b>
<b>Táxi</b>	<b>0,37</b>	<b>1,60</b>
<b>Emplacamento e licença</b>	<b>0,89</b>	<b>3,82</b>
<b>Gás Encanado (RJ e SP)</b>	<b>0,07</b>	<b>0,31</b>
<b>Pedágio</b>	<b>0,11</b>	<b>0,48</b>
<b>Total</b>	<b>23,31</b>	<b>100,00</b>

Fonte de dados: Banco Central do Brasil e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Tabela: elaboração do autor.

Os preços dos derivados de petróleo são determinados pela Petrobras, que os ajusta periodicamente, procurando manter a equivalência em relação aos preços internacionais em reais. Os preços da energia elétrica e dos serviços telefônicos são regulados por contratos de concessão preestabelecidos entre o governo federal e as empresas que fornecem esses serviços para os consumidores. A partir de 2006 o reajuste das tarifas de telefonia fixa passou a ser corrigido pelo IST (Índice de Serviços de Telecomunicação), composto por uma combinação de outros índices, dentre eles: IPCA, INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor), IGP-DI (Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna) e IGP-M (índice Geral de Preços do Mercado). A tarifa de energia elétrica é corrigida pelo IGP-M e pelo fator X, índice fixado pela Aneel (Agência Nacional de Energia Elétrica), com a função de repassar ao consumidor os ganhos de produtividade da concessionária. O fator X funciona, na maioria das vezes, como redutor dos índices de reajuste das tarifas cobradas aos consumidores, por meio da aplicação de percentual a ser deduzido do IGP-M. Para os demais preços administrados, a periodicidade e a magnitude dos reajustes são discricionárias, de acordo com as respectivas autoridades reguladoras. Na prática, a inflação passada tem papel fundamental na determinação desses reajustes (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015).

No primeiro trimestre de 2015, a inflação cheia alcançou 3,83%. Esse resultado foi fortemente afetado pelo aumento nos preços administrados. Além disso, o ajuste fiscal implementado em 2015 incluiu, entre outras medidas, aumento de tarifas públicas e recomposição de impostos regulatórios, com impacto direto e relevante sobre alguns preços, não apenas, mas, sobretudo, os administrados. O último semestre de 2015 também foi comprometido pelos efeitos de novos ajustes nos preços administrados, advindos, principalmente, da variação nos preços dos combustíveis, e pelo repasse da desvalorização cambial observada ao longo do ano. Além desse processo de ajuste entre preços administrados e preços livres, o realinhamento entre preços domésticos e preços internacionais também contribuiu para o comportamento da elevada inflação em 2015 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016).

Conforme o Banco Central do Brasil (2016) essas informações demonstram que há indexação dos preços administrados à inflação resultando em dependência do

passado e desconexão com as condições econômicas presentes ou futuras. Essa característica de preços indexados à inflação passada dificulta a gestão da política monetária, pois a inflação dos preços administrados apresenta maior grau de persistência do que a inflação dos preços livres, aumentando a inércia inflacionária geral. Além disso, a elasticidade dos preços administrados em relação às mudanças na política monetária é muito menor.

A dificuldade da autoridade monetária fica evidente na carta aberta publicada pelo Banco Central do Brasil (2016) quando expõe que a previsão para a inflação de preços administrados para 2015 era de 6,2%, e taxa nominal de câmbio de R\$2,55/US\$. Projeção próxima das expectativas dos analistas de mercado, que previa inflação de preços administrados de 7,6% e taxa nominal de câmbio de R\$2,75/US\$ para 2015. Porém, ambas se mostraram distantes do ocorrido em 2015, quando a inflação de administrados atingiu 18,07% e taxa nominal de câmbio de R\$3,90/US\$.

Diante desses fatos fica comprovado como o hiato temporal entre a ação da política monetária e a resposta da inflação, descritas por Bernanke e Mishkin (1997), ocasionam a limitação da autoridade monetária na previsibilidade e controlabilidade da inflação.

Uma das informações mais relevantes acerca do realinhamento entre preços domésticos e internacionais está na carta aberta publicada pelo Banco Central do Brasil (2016):

[...] alterações significativas na trajetória esperada para as variáveis fiscais impactaram não apenas as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, mas também o próprio processo de apreçamento de ativos e a percepção de risco da economia doméstica, contribuindo para a deterioração das avaliações sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo e da confiança dos agentes econômicos.

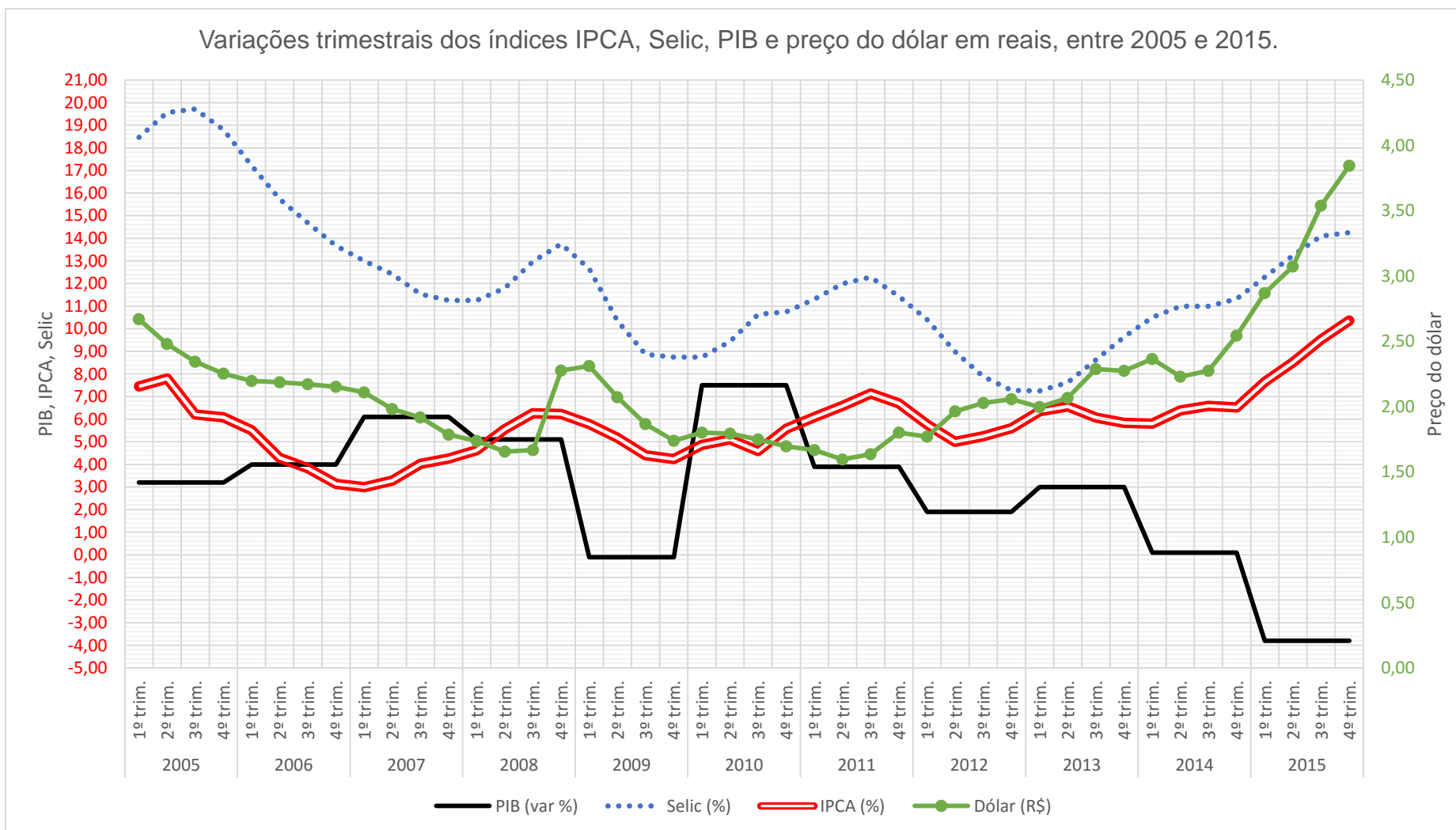
Essa informação sugere que houve influência do âmbito fiscal na condução da política monetária, ou seja, a atuação do Banco Central não surtiu efeito em virtude do elevado grau de incerteza para a trajetória esperada para as variáveis fiscais, fato que

ocasionou uma significativa depreciação cambial em 2015, configurando, dessa forma, um cenário de dominância fiscal conforme descrito por Blanchard (2004).

Para reforçar o argumento, a partir de 2014 os índices econômicos apresentavam números que limitavam a atuação do Banco Central, pois para conter a inflação ele teria que subir a taxa Selic, mas o PIB estava em queda próximo a 0% enquanto o câmbio sofria forte desvalorização “em linha com as expectativas a respeito do início do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016). Assim, uma alta de juros iria retrair um PIB já estagnado e o dólar iria aumentar mais em relação ao real devido a desconfiança na relação dívida/PIB.

Contudo, mesmo diante desse quadro a autoridade monetária efetuou mais aumentos da Selic ao longo de 2015, o que resultou em depreciação cambial e mais inflação num cenário de retração do PIB. Toda essa situação está de acordo com as definições de dominância fiscal descritas por Carneiro e Wu (2005) e Bresser e Nakano (2002). No Gráfico 2, onde os índices PIB, Selic e IPCA estão relacionados na coluna esquerda e o preço do dólar na da direita, é possível constatar que os sucessivos aumentos da Selic iniciados em 2013 não obtiveram êxito no objetivo de conter a inflação, ao mesmo tempo em que contribuíram para a redução do PIB via retração da demanda agregada e agravamento das projeções inflacionárias futuras que impactaram no câmbio.

Gráfico 2 - Variações do IPCA, Selic, PIB e câmbio

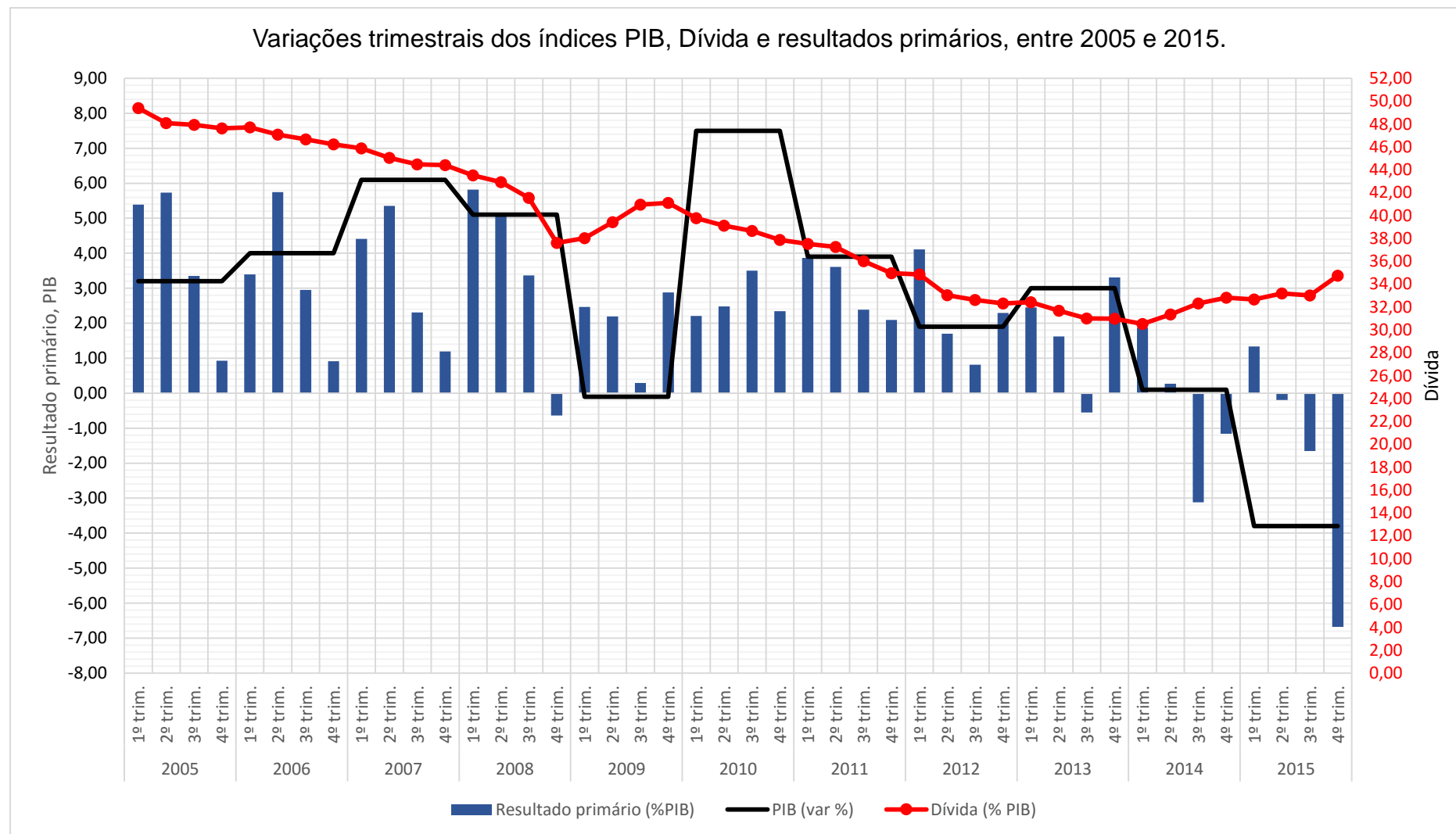


Fonte de dados: Banco Central do Brasil.

Gráfico: elaboração do autor.

De forma geral a dominância fiscal é caracterizada quando desequilíbrios orçamentários da autoridade fiscal forçam a autoridade monetária a reequilibrá-los via emissão de títulos públicos, ocasionando mais inflação em virtude do aumento dos encargos da dívida. Dessa forma, a sistemática de metas inflacionárias exige que a autoridade fiscal gere superávits primários suficientes para pagar os juros da dívida (AGUIAR, 2007). Ao analisar o Gráfico 3, que mostra as variações trimestrais entre 2005 e 2015 dos índices Resultado Primário (%PIB) e o PIB (var%), os quais estão referenciados na coluna esquerda, e da Dívida (%PIB) na direita, é possível constatar que nessa sistemática de metas/superávit, enquanto a autoridade fiscal realizou sucessivos superávits primários, a dívida não só permaneceu sustentável, como foi reduzida, inclusive no período entre 2010 e 2013 quando o PIB estava em declínio, no entanto, a partir de 2014 a dívida volta a crescer exatamente no momento em que o governo apresenta resultados primários deficitários e o PIB chega a 0,1% após quedas sucessivas desde 2011.

Gráfico 3 - Variações do PIB, Dívida Pública e resultados primários



Fonte de dados: Banco Central do Brasil.

Gráfico: elaboração do autor.

No mesmo entendimento que Lopreato (2006), Sargent e Wallace (1981) e Blanchard (2004) tais dados demonstram a importância do comportamento da autoridade fiscal no sentido de gerar superávits suficientes para manter a dívida pública sustentável, visto que os investidores avaliam as condições financeiras do governo, sendo que a disposição em investir estará diretamente relacionada com a expectativa da capacidade de pagamento desta dívida no futuro, sob pena de perda de credibilidade e consequente falha do sistema metas/superávit.

Em 2015, o Banco Central do Brasil (2016) comprova a influência do âmbito fiscal na estabilização econômica:

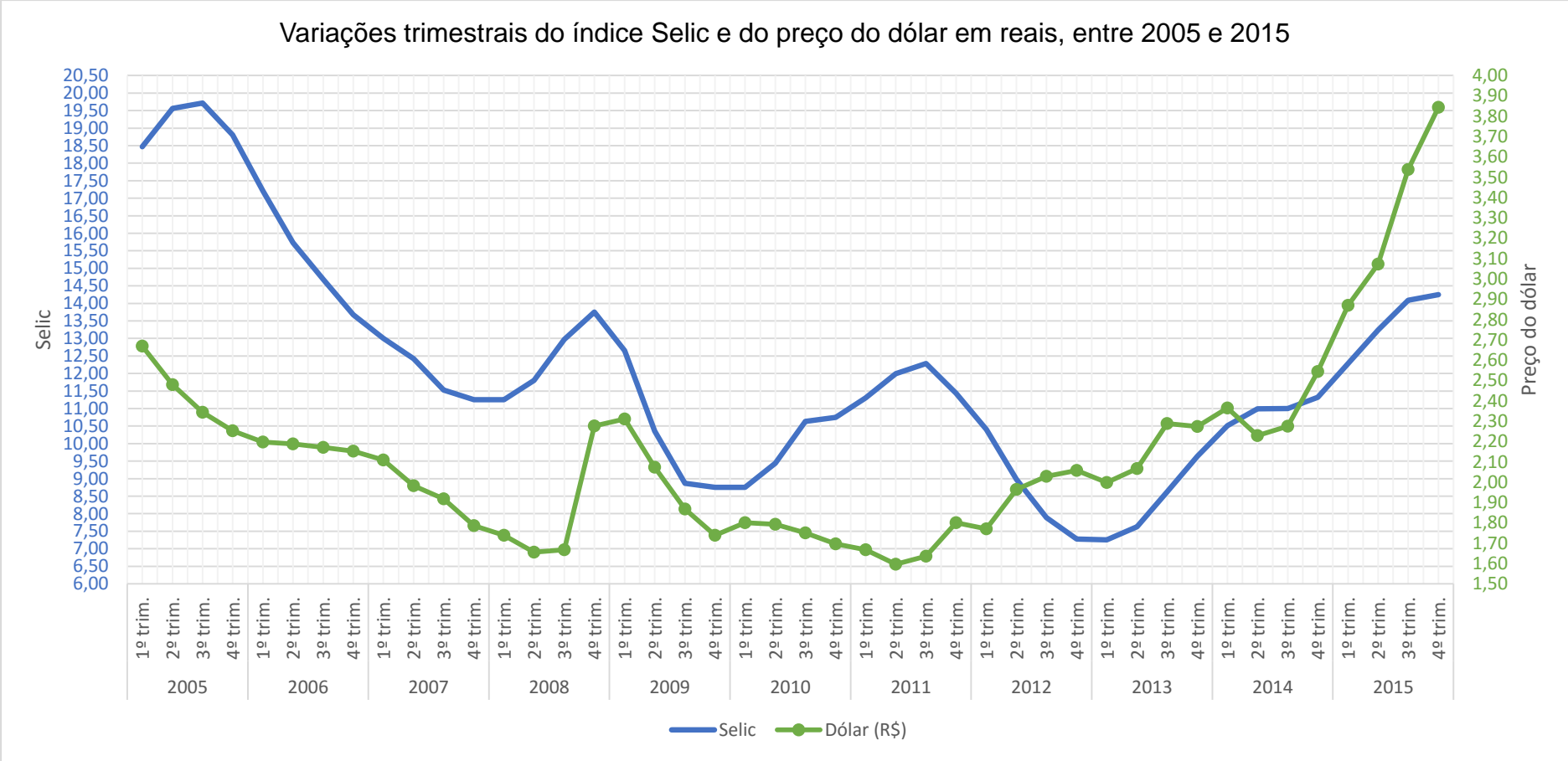
No entanto, em julho, o anúncio de alterações nas trajetórias para as variáveis fiscais afetou as expectativas de inflação e os preços de ativos e contribuiu para criar uma percepção menos positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. No final de agosto, a perspectiva de nova mudança de trajetória para as variáveis fiscais, implícita na proposta orçamentária para 2016, novamente afetou as expectativas e, de forma significativa, os preços de ativos. Essas duas importantes variáveis, expectativas e preços de ativos, também foram afetadas nos episódios, não concomitantes, de rebaixamento da nota de crédito soberano por duas das mais importantes agências de classificação de riscos.

Conforme Blanchard (2004) um fenômeno que pode ocorrer em dominância fiscal é a depreciação cambial (aumento do dólar em relação ao real) após o aumento da Selic. No Gráfico 4 que mostra as variações semestrais do índice Selic e do preço do dólar em reais, entre 2005 e 2015, é possível observar que isso não ocorreu até 2011 (desconsiderando o período relacionado à Grande Recessão), pois o dólar não refletiu a alta da Selic e ainda atingiu seu menor nível no período em análise, se comportando, dessa forma, conforme o esperado pela autoridade monetária. Isso também pôde ser observado em 2003 em que “the commitment to fiscal austerity by the new government probably dominated any potentially perverse effects of higher real interest rates on debt dynamics”



(BLANCHARD, 2004). Dessa forma, verifica-se que outras variáveis além da Selic estão envolvidas na avaliação dos riscos de investimento.

Gráfico 4 - Variações da Selic e câmbio



Fonte de dados: Banco Central do Brasil.

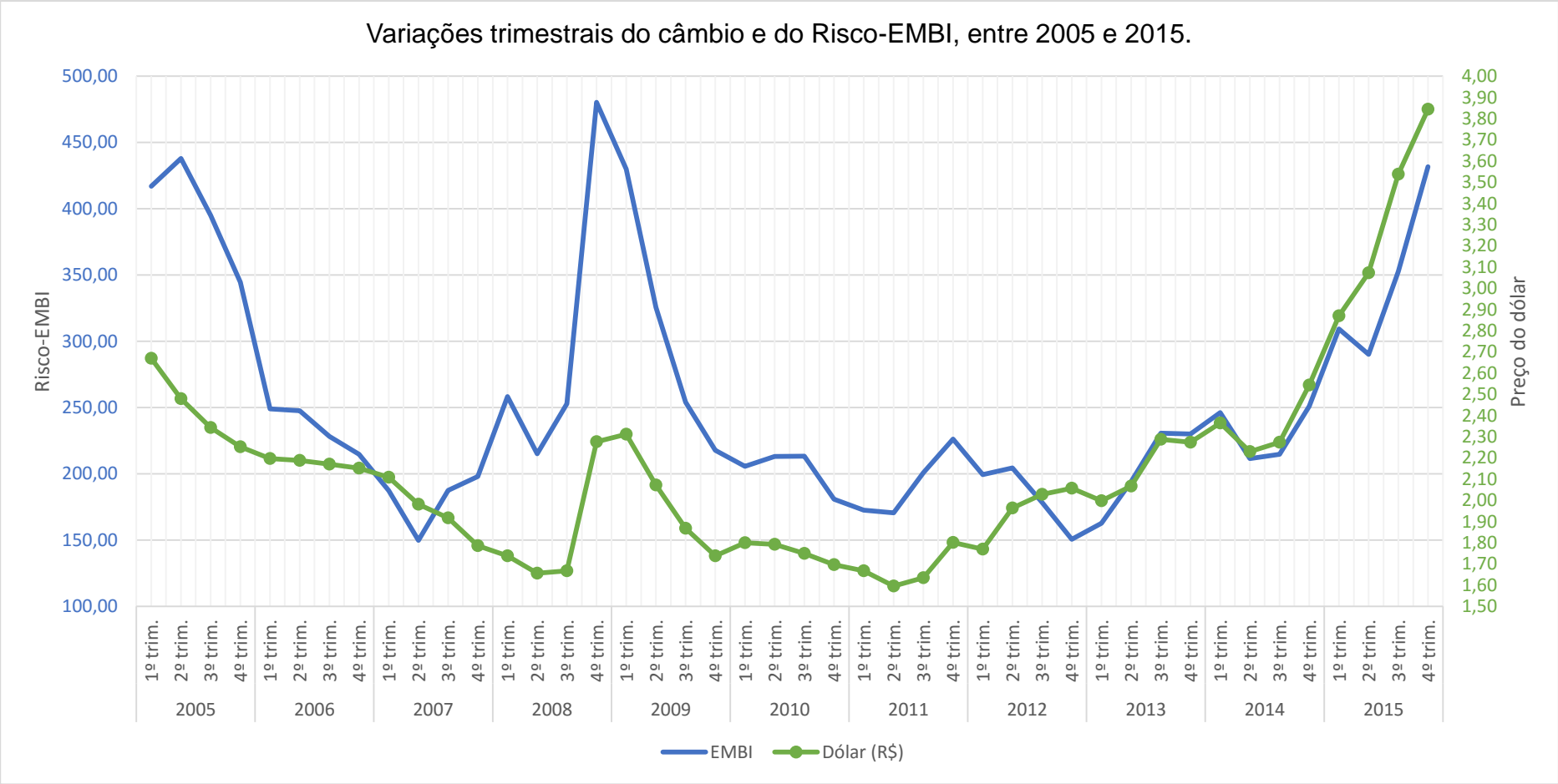
Gráfico: elaboração do autor.

A influência do risco-país pôde ser observada em 2002 quando ocorreu uma crise de desconfiança ocasionada pela incerteza sobre os rumos da política econômica do novo governo que assumiria em 2003. De acordo com Giambiagi (2011) o índice C-Bonds saltou de 700 pontos em março para 2.000 pontos em outubro de 2002; o dólar subiu de R\$ 2,32 em março para R\$ 3,89 em setembro; a expectativa de inflação que era de 4% a.a chegou a 13%. Dessa forma, o Banco Central elevou a Selic de 18% a.a para 25%, mas não trouxe resultados, pois a política a ser adotada pelo novo governo em 2003 era imprecisa.

Durante o ano de 2003 o novo governo combateu a inflação com efetividade devido a continuidade das atuações ortodoxas nas políticas fiscal e monetária. Além disso, a forte liquidez internacional causada pela redução da taxa de juros dos Estados Unidos (1% a.a) favoreceu a entrada de capitais externos e conseqüente queda do dólar. Porém, o controle inflacionário por meio do aumento da Selic de 6% em 2002 para 13% em 2003 prejudicou o desempenho do PIB (GIAMBIAGI, 2011).

Com isso, analisando o Gráfico 5 é possível perceber a influência do risco-país sobre o câmbio sob a ótica de Carneiro e Wu (2005). Entre 2010 e 2011 o câmbio variou nos seus índices mais baixos no período analisado enquanto a Selic subia (Gráfico 4). No entanto, o índice EMBI não variou, ou seja, a percepção do mercado era de baixo risco de default mesmo com Selic em ascensão, fazendo com que o dólar se mantivesse estável. Dessa forma, pode-se inferir que não houve efeito de dominância fiscal nesses dois anos, pois o mercado confiou nos resultados das contas públicas, assim como na condução da política monetária, mantendo baixo o risco-país.

Gráfico 5 - Variações do câmbio e do Risco-EMBI

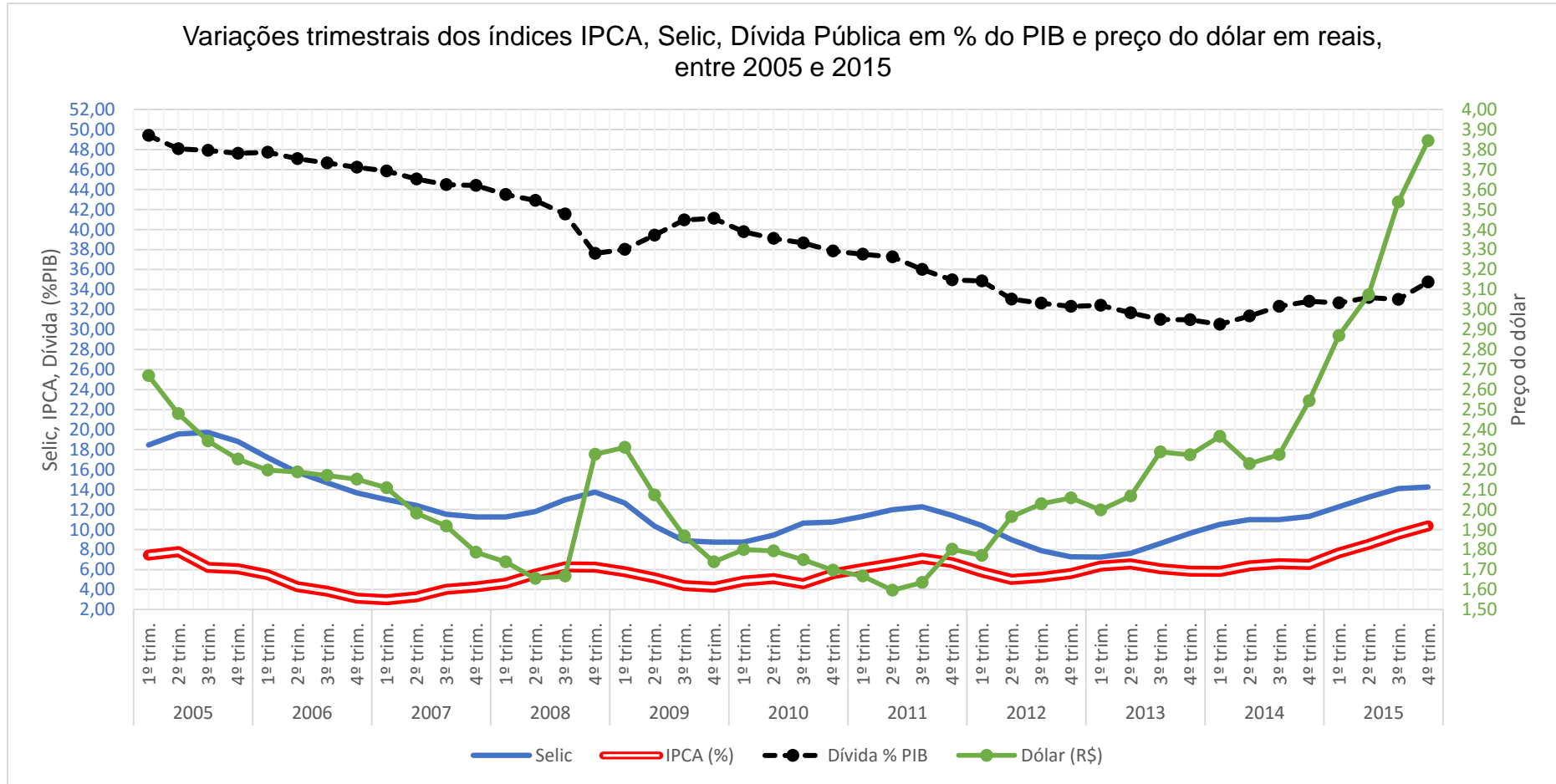


Fonte de dados: Banco Central do Brasil.

Gráfico: elaboração do autor.

No Gráfico 6 o IPCA, Selic e Dívida %PIB estão referenciados na coluna esquerda, e o preço do dólar na da direita. Em 2013 a Selic tomou uma trajetória de subida e em 2014 provocou o aumento da razão dívida/PIB, em consequência o prêmio de risco subiu ocasionando a saída de capitais no curto prazo, o que gerou forte depreciação cambial que impactou na inflação que irá demandar mais juros da Selic. Com isso, fica evidenciado que a política monetária ficou presa numa espécie de espiral, caracterizando assim a dominância fiscal descrita por Carneiro e Wu (2005).

Gráfico 6 - Variações do IPCA, Selic, Dívida Pública, PIB e câmbio

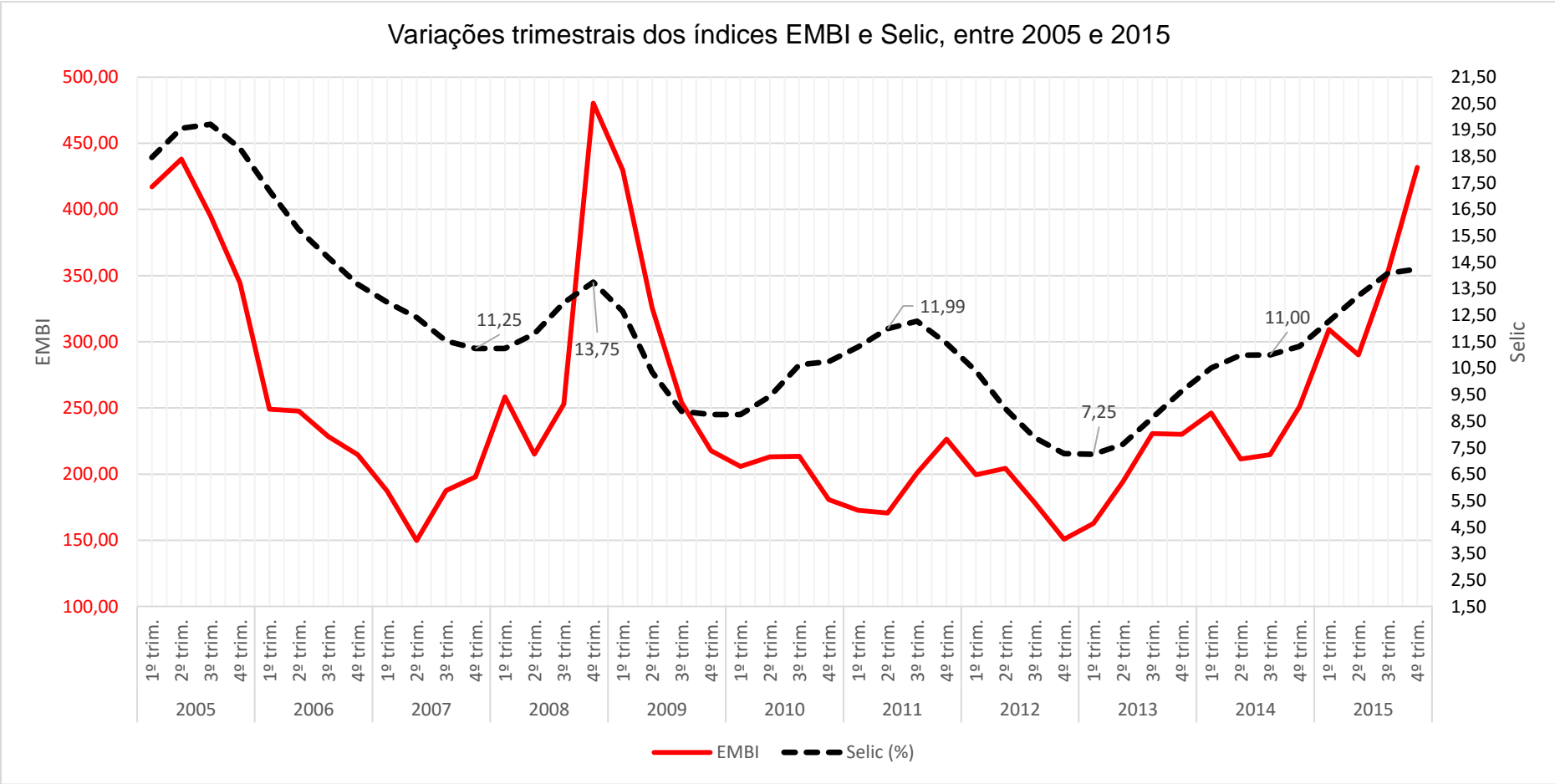


Fonte de dados: Banco Central do Brasil.

Gráfico: elaboração do autor.

No Gráfico 7, é possível comparar a taxa Selic e o risco EMBI e verificar que do segundo trimestre de 2005 até o segundo de 2007 a taxa Selic esteve em declínio, da mesma forma que o risco EMBI, sendo que este voltou a subir enquanto a Selic ainda caía, mas voltou a cair no primeiro trimestre de 2008. A Selic que baixou até 11,25% voltou a subir até 13,75% ainda em 2008, momento em que o risco saltou para seu maior valor no período analisado. Entretanto, esse período foi marcado pela crise do sistema bancário norte americano que gerou efeitos internacionais (FARHI et al., 2009). Porém, no Brasil logo perdeu força invertendo sua trajetória e começou uma forte queda no mesmo momento em que a Selic. Em 2010 a Selic volta a subir e imediatamente o risco responde da mesma forma, mas volta a cair em seguida sendo que a Selic continua em ascensão. Quando atinge 12,00%, o risco volta a responder com aumento. A Selic chega a 12,50% antes de declinar novamente. Quando retorna a 12% o risco volta a cair. O índice EMBI atinge seu segundo menor nível no período analisado no mesmo instante em que a Selic chega no seu menor percentual, 7,25% em outubro de 2012. A partir de então a Selic iniciou nova sequência de aumentos, o que foi acompanhado pelo risco. Houve um declínio do risco em 2014, mas como a Selic não parava de subir há um ano, e sem perspectiva de redução, o risco disparou quando ela chegou a 11%.

Gráfico 7 - Variações do Risco-EMBI e Selic



Fonte de dados: Banco Central do Brasil.

Gráfico: elaboração do autor.



Os dados do Gráfico 7 mostram que quando a Selic está subindo e atinge entre 11% e 12% o risco sobe com mais intensidade. Diante disso, deduz-se que nessa faixa se inicia o ponto B do gráfico de Bresser e Nakano (2002), ou seja, qualquer ponto a sua direita se torna explosivo, deixando o equilíbrio instável e inviável no longo prazo. Nesse cenário, o aumento da taxa de juros é interpretado pelo mercado como aumento do risco-país.

Essa visão da relação entre taxa de juros e o risco-país é compartilhada por Toledo (2002) segundo o qual:

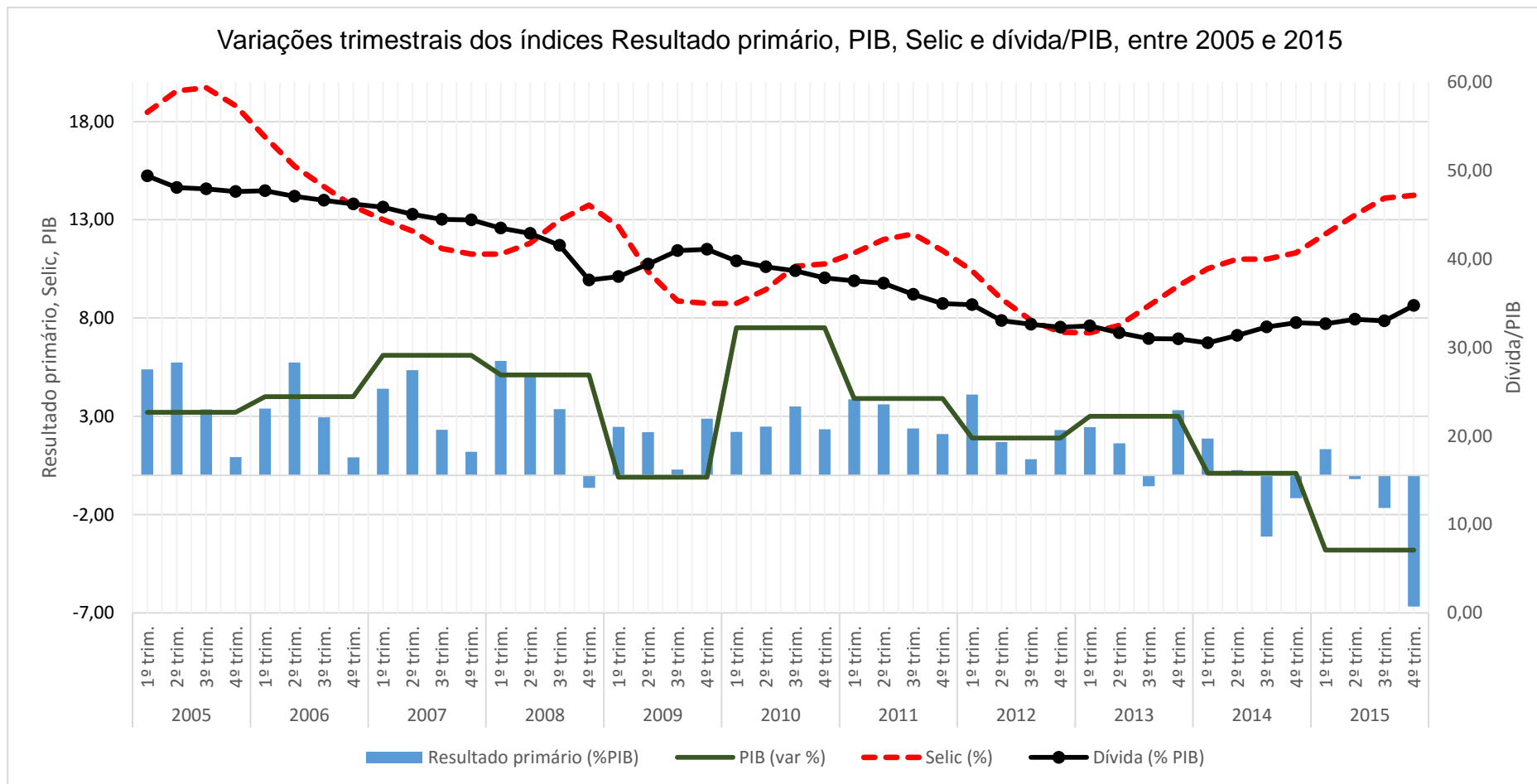
[...] um importante componente do risco-Brasil é simplesmente ignorado pela (quase) totalidade dos analistas: a parcela que corresponde aos efeitos da política monetária seguida pelo governo. Em parte, os juros não são altos porque o risco-Brasil é alto, mas ao contrário: o risco-Brasil é alto porque os juros são altos — aliás, excessiva e equivocadamente altos.

Observando o Gráfico 8, em que a Selic, resultado primário e PIB estão referenciados na coluna esquerda e a relação dívida/PIB na direita, é possível verificar o expressivo aumento da dívida em 2014 juntamente com a elevação da Selic. Embora a taxa tenha subido em momentos anteriores, a dívida continuou em constante redução em virtude dos resultados positivos do orçamento público. A diferença é que em 2014 o PIB não apresentou crescimento e o resultado primário foi negativo. Portanto, nesse cenário, qualquer aumento da Selic é visto com desconfiança pelos agentes econômicos, pois, conforme Bresser e Nakano (2002):

[...] queremos sugerir que também é importante na determinação do risco-Brasil a influência das taxas de juros definidas pelo Banco Central sobre esse risco. A taxa de juros interna contamina a taxa externa. Essa contaminação se estende, a nosso ver, às próprias classificações de risco feitas pelas agências. Se o governo brasileiro estabelece uma taxa de juros de curto prazo tão alta, deve ser mesmo um país arriscado.

Além disso, autoridade monetária apresentou déficits orçamentário gerando crise de credibilidade pela possibilidade de expansão monetária futura. Dessa forma, tornar a Selic mais “atrativa” pelo valor dos juros, não será suficiente para reverter a situação e ainda agravará o aumento da dívida pública (AGUIAR, 2007).

Gráfico 8 - Variações do Resultado primário, PIB, Selic e Dívida Pública



Fonte de dados: Banco Central do Brasil.

Gráfico: elaboração do autor.

### **3 Conclusão**

Em 2014 houve o rompimento do limite superior da meta de inflação gerando diversos problemas econômicos. Diante disso, esse trabalho procurou avaliar a efetividade do sistema monetário brasileiro, caracterizado pelo regime de metas inflacionárias conjugado com metas de superávit.

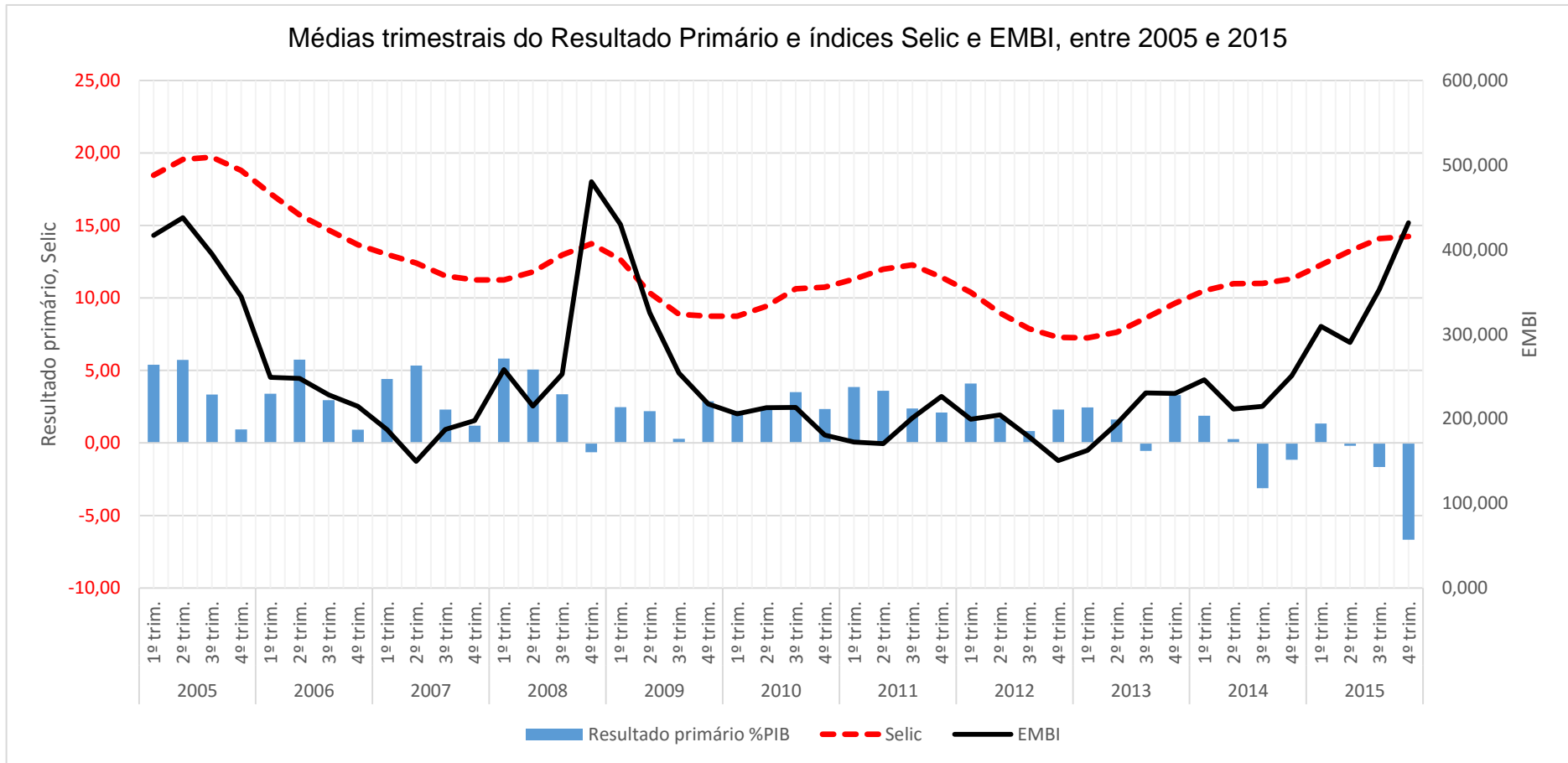
Considerando a hipótese de ocorrência de dominância fiscal no período, foi revista a literatura respectiva, assim como da sistemática entre política monetária e fiscal em vigor. Em seguida, efetuou-se o confronto da teoria com as estatísticas econômicas entre 2005 a 2015.

Podemos concluir que a sistemática metas/superávit adotada em 1999 funcionou conforme o esperado na maior parte do período de análise desse trabalho, em que os aumentos das taxas de juros foram capazes de manter a inflação nos limites da meta, inclusive durante a turbulência internacional provocada pela crise do sistema bancário norte americano, mas em 2014 a inflação rompeu o limite máximo definido e prosseguiu em ascensão em 2015. Nos termos dessa sistemática, a autoridade monetária expôs como uma das principais causas do rompimento o reajuste de preços administrados. Essas informações demonstram que ainda há forte indexação de preços à inflação passada, fato dificulta a gestão da política monetária, pois a inflação dos preços administrados apresenta maior grau de persistência do que a inflação dos preços livres, aumentando a inércia inflacionária geral.

Além disso, os dados estatísticos sugerem e a carta divulgada pelo BCB confirmam que houve influência do âmbito fiscal na condução da política monetária, ou seja, a atuação do Banco Central em sucessivos aumentos da Selic não surtiu efeito em virtude do elevado grau de incerteza para a trajetória esperada para as variáveis fiscais, fato que ocasionou um significativo aumento do risco-país, forte depreciação cambial em 2015 e continuidade do aumento da inflação, contribuindo assim para um cenário de dominância fiscal.

De acordo com a observação dos dados é possível concluir que existe uma forte relação entre risco-país e resultado primário, pois caso este não apresente resultados superavitários, surgirá suspeita sobre a possibilidade de default, ou seja, a avaliação dos investidores não atua no percentual da Selic, mas nos resultados primários do orçamento público, a fonte dos pagamentos dos juros. No Gráfico 9, o resultado primário e a taxa Selic estão referenciados na coluna esquerda e o risco EMBI na direita. É possível observar claramente que em 2008 e em 2014 o risco aumentou quando houve resultados primários deficitários, sugerindo, dessa forma, a situação de dominância fiscal.

Gráfico 9 – Variações do Resultados Primários, Selic e risco-EMBI



Fonte de dados: Banco Central do Brasil.

Gráfico: elaboração do autor.

Dessa forma, se a autoridade fiscal mantiver a sustentabilidade da dívida por meio do equilíbrio orçamentário, a situação de dominância fiscal fica afastada, pois os detentores dos títulos públicos observam a condução das finanças públicas na avaliação dos riscos de financiar o governo. Nos períodos em que se manteve resultados primários superavitários, o risco se manteve estável, inclusive em momentos de taxa considerada alta. Nesses períodos a hipótese sob dominância fiscal não se mostra razoável.

No entanto, verificou-se que a Selic a partir de 11% e 12% se torna perigosa, pois os investidores tendem a interpretar esses índices de economias emergentes arriscados, fazendo com que o risco de default sube exponencialmente, tornando perversa a política monetária.

Sendo assim, esse trabalho conclui que a sistemática de metas para inflação junto com metas de superávit em si não conduz à dominância fiscal. No entanto, desajustes nas contas fiscais podem induzir tal situação impossibilitando a atuação da autoridade monetária, visto que ela só tem um instrumento de controle inflacionário, a taxa Selic. Se fizer uso dela no intuito de contrair o crédito, o BC acaba provocando mais inflação pelo canal do risco. Conforme os dados, foi exatamente isso que ocorreu em 2014 e 2015. No entanto, considerando a explicação do BC sobre o aumento da inflação além do limite, é possível deduzir que o desajuste fiscal começou nos anos anteriores por meio da condução discricionária dos preços administrados.

O estudo mostrou que taxas de juros elevadas trazem sérias restrições ao crescimento econômico, tendo em vista o encarecimento do crédito que prejudica as expectativas de investimento, ao mesmo tempo em que ocorre aumento a dívida pública na parte indexada à Selic. Dessa forma, é preciso investigar se a sistemática meta/superávit estaria levando à recessão do PIB.

## 5 Referências Bibliográficas

AGUIAR, Marianne Thamm de. Dominância fiscal e a regra de reação fiscal: uma análise empírica para o Brasil. 2007. 73 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Departamento de Economia, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12140/tde-19102007-124240/pt-br.php>>. Acesso em: 20 jul. 2016.

ARESTIS, Philip; PAULA, Luiz Fernando de; FERRARI-FILHO, Fernando. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. Economia e Sociedade, Campinas, v. 18, n. 1, p.1-30, 2009. Abril. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/01.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2016.

BLANCHARD, Olivier. Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil. Journal Of Economic Perspectives: NBER Working Paper Series, Massachusetts, v. 1, n. 10389, p.1-46, mar. 2004. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10389.pdf>>. Acesso em: 29 jul. 2016.

BERNANKE, Ben S.; MISHKIN, Frederic S.. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?. Journal Of Economic Perspectives: NBER Working Paper Series, Massachusetts, v. 1, n. 5893, p.1-31, 1997. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5893.pdf>>. Acesso em: 29 jul. 2016.

BRASIL, Banco Central do. Carta Aberta de que trata o parágrafo único do art. 4º do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999. Brasília: Banco Central do Brasil, 2016. 13 p. Aviso 1/2016-BCB. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2016.pdf>>. Acesso em: 29 jul. 2016.

BRASIL, Banco Central do. Dez Anos de Metas para a Inflação: 1999-2009. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011. 456 p. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/Pec/Metas/10\\_anos\\_metas\\_inflacao\\_completo.pdf](https://www.bcb.gov.br/Pec/Metas/10_anos_metas_inflacao_completo.pdf)>. Acesso em: 25 jul. 2016.

BRASIL, Banco Central do. Preços Administrados: Série Perguntas Mais Frequentes. 2015. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%20-pre%C3%A7os%20administrados.pdf>>. Acesso em: 07 jul. 2016.



BRASIL. Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999: Estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. 1999. Disponível em:

<[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/D3088.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm)>. Acesso em: 29 jul. 2016.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A crise financeira de 2008. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 29, n. 1, p.133-149, 2009. Janeiro/março. Disponível em:

<<http://www.scielo.br/pdf/rep/v29n1/08.pdf>>. Acesso em: 25 jul. 2016.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 22, n. 3, p.146-180, 2002. Julho/setembro. Disponível em:

<<http://www.rep.org.br/pdf/87-10.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2016.

BRUNILLA, Anne; LAHDENPERÄ, Harri. Inflation-Targets: Principal Issues and Practical Implementation. In: Haldane, A. G. (ed), *Targeting Inflation*. Bank of England, 119–134, 1995.

CAMPOS NETO, Silvio. Dominância Fiscal e outros fatores de influência dos prêmios de risco no Brasil: uma análise do período sob o regime de metas para a inflação. 2005. 96 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia de Empresas, Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2005. Cap. 3. Disponível em:

<<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1802/SilvioCamposNeto2005.PDF?sequence=3&isAllowed=y>>. Acesso em: 16 ago. 2016.

CARNEIRO, Dionísio Dias; WU, Thomas Yen Hon. Dominância Fiscal e Desgaste do Instrumento Único de Política Monetária no Brasil. Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Política Econômica, 2005. 33 p. (Texto para Discussão). Nº 7. Disponível em:

<<http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/TPD7IEPE.pdf>>. Acesso em: 14 jul. 2016.

DEBELLE, Guy; STEVENS, Glenn. Monetary Policy Goals for Inflation in Australia. Austrália: Reserve Bank Of Australia, 1995. 31 p. (Research Discussion Paper 9503). Disponível em:

<<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.336.1421&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em: 28 jul. 2016.

FARHI, Maryse et al. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 1, n. 29, p.138-138, 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v29n1/08.pdf>>. Acesso em: 01 ago. 2016.

FERREIRA, Marcela Domingues; SILVA, Michele dos Santos; CARVALHO, André Roncaglia. A Política Econômica do Plano Real, o Comportamento da Taxa de Juros e as Hipóteses das Dominâncias Monetária e Fiscal. Linceu: on-line, São Paulo, v. 3, n. 3, p.33-60, 2013. Janeiro/junho. Disponível em: <[https://liceu.fecap.br/LICEU\\_ON-LINE/article/view/1674](https://liceu.fecap.br/LICEU_ON-LINE/article/view/1674)>. Acesso em: 15 jul. 2016.

GIAMBIAGI, Fabio et al. Economia brasileira contemporânea: 1945-2010. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. 290 p. Disponível em: <[http://home.ufam.edu.br/andersonlfc/Economia\\_Brasileira\\_Contemporanea/ECONOMIA BRASILEIRA CONTEMPORÂNEA 2A ED.pdf](http://home.ufam.edu.br/andersonlfc/Economia_Brasileira_Contemporanea/ECONOMIA BRASILEIRA CONTEMPORÂNEA 2A ED.pdf)>. Acesso em: 01 ago. 2016.

LEEPER, Eric M.. Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies. Journal Of Monetary Economics. North Holland, p. 129-147. nov. 1990. Disponível em: <<http://mypage.iu.edu/~eleeper/Papers/LeeperJME1991.pdf>>. Acesso em: 28 jul. 2016.

LOPREATO, Francisco Luiz C. O papel da política fiscal: um exame da visão convencional. Campinas: IE/UNICAMP, 2006. 34 p. (Texto para Discussão). Nº 119. Disponível em: <[https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&act=8&ved=0ahUKEwjv2tOXlvLPahXSPpAKHY8TAKcQFggeMAA&url=http://www.econ.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1749&tp=a&usg=AFQjCNFXuorFF3PCkrdq8cq4mCk\\_X4ChMA&sig2=jy3rFLMWNGluNLCTzhYlvQ](https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&act=8&ved=0ahUKEwjv2tOXlvLPahXSPpAKHY8TAKcQFggeMAA&url=http://www.econ.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1749&tp=a&usg=AFQjCNFXuorFF3PCkrdq8cq4mCk_X4ChMA&sig2=jy3rFLMWNGluNLCTzhYlvQ)>. Acesso em: 15 jul. 2016.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. Metas para a Taxa de Câmbio, Agregados Monetários e Inflação. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 22, n. 1, p.34-52, 2002. Janeiro/março. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/85-3.pdf>>. Acesso em: 27 jul. 2016.

MISHKIN, Frederic S.; SAVASTANO, Miguel A.. Monetary Policy Strategies for Latin America. Journal Of Economic Perspectives: NBER Working Paper Series, Massachusetts, v. 1, n. 7617, p.1-67, mar. 2000. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7617.pdf>>. Acesso em: 06 ago. 2016.

MISHKIN, Frederic S.. International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. Journal Of Economic Perspectives, Massachusett, v. 1, n. 6965, p.1-48, fev. 1999. Disponível em:

<<http://www.nber.org/papers/w6965.pdf>>. Acesso em: 08 jul. 2016

ROCHA, Alexandre; ÁLVARES, Fernando. O que é e para o que serve o “Resultado Primário”? 2011. Disponível em:

<[http://www.brasil-economia-governo.org.br/2011/02/14/o-que-e-e-para-o-que-serve-o-resultado-primario/#\\_ftnref1/](http://www.brasil-economia-governo.org.br/2011/02/14/o-que-e-e-para-o-que-serve-o-resultado-primario/#_ftnref1/)>. Acesso em: 23 jul. 2016.

SARGENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. Some Unpleasant Monetarist Arithmet. Minneapolis: Federal Reserve Bank Of Minneapolis, 1981. 19 p. (Quartely Review). Disponível em:

<<https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr531.pdf>>. Acesso em: 01 ago. 2016.

SILVA, Anderson Caputo et. al. “Dívida Pública : a experiência”. Brasília : Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009. 502 p.

TOLEDO, Joaquim Elói Cirne de. Risco-Brasil: O Efeito-Lula e os Efeitos-Banco Central. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 22, n. 3, p.138-145, 2002. Disponível em:

<<http://www.rep.org.br/pdf/87-9.pdf>>. Acesso em: 18 jul. 2016.