

# **Dominância fiscal ou dominância do balanço de pagamentos?**

## **Uma análise do caso Brasil.**

David José Pereira Deccache Alves

### **1. INTRODUÇÃO**

A grave crise econômica e o suposto descontrole fiscal que assolaram a economia brasileira de maneira extremamente violenta em 2015 trouxeram novamente à agenda econômica um debate que foi muito intenso no início da década passada, mas que acabou perdendo o fôlego após um período de razoável estabilidade fiscal e trajetória decadente da taxa de juros que coincidiu com o Governo Lula: a hipótese de dominância fiscal.

Levando em consideração a formulação de “dominância fiscal” elaborada por Blanchard, basicamente, um país estaria sobre dominância fiscal quando elevações da taxa básica de juros que tivessem como intuito a diminuição da taxa de inflação fizessem o efeito contrário, ou seja, aumentassem a pressão inflacionária. Este cenário poderia ocorrer, principalmente, nos países em desenvolvimento inseridos em um ambiente de incerteza crescente, com relação dívida pública/PIB elevada e com a dívida significativamente indexada à divisas internacionais. Em tal cenário, elevações na taxa de juros seriam interpretadas pelos credores do país como um aumento do risco de default - já que a elevação dos juros impactaria em aumento do encargo da já alta relação dívida/PIB - o que, por consequência, acarretaria em fuga de capitais seguida de depreciação cambial, sendo que esta última levaria a uma nova onda de pressão inflacionária, que iniciaria uma nova rodada de aumento de juros. No caso de um contexto de dominância fiscal, seria a política fiscal, e não a monetária, o instrumento ideal para a elaboração de políticas econômicas anti-inflacionárias. Essa é basicamente a definição de Blanchard (2004) para o conceito de “dominância fiscal”.

Outro conceito, que “nasce” como contraponto à abordagem da dominância fiscal, é o de “dominância do balanço de pagamento”. Tal termo foi adotado, de maneira mais destacada por Ocampo, para mostrar que, ao contrário do propagado pela teoria dominante, não são as condições fiscais que determinam a gestão da política econômica dos países em desenvolvimento (dominância fiscal), mas sim os choques externos, positivos ou negativos, que são os determinantes da dinâmica macroeconômica de curto prazo (com impactos relevantes no longo), ou seja, ao invés de haver uma dominância do lado fiscal, o que há, de fato, é uma dominância do balanço de pagamentos.

O objetivo deste trabalho é, portanto, após expor brevemente cada um dos conceitos apresentados acima, analisar como eles se enquadram na atual situação macroeconômica brasileira, bem como avaliar se os conceitos são excludentes entre si ou complementares. Por fim, tentaremos responder a seguinte questão: há dominância fiscal e/ou dominância do balanço de pagamentos na economia brasileira?

Para cumprir os objetivos propostos e responder as questões levantadas, o trabalho se dividirá da seguinte forma: além da introdução, apresentaremos mais quatro seções. Na primeira descrevem-se os pilares teóricos básicos do conceito de dominância fiscal proposto por Blanchard. Já a segunda seção descreverá, em linhas gerais, a abordagem de dominância do balanço de pagamentos proposta por Ocampo, para que em seguida, na seção 3, possamos avaliar o contexto recente da economia brasileira sob a ótica tanto da dominância fiscal quanto da dominância do balanço de pagamentos. Por fim, na seção 4, iremos contrapor as duas abordagens com o objetivo de avaliar se elas são compatíveis ou excludentes entre si, além disso, ainda nesta seção, tentaremos responder à questão que motivou o presente trabalho: o Brasil está sob dominância fiscal e/ou dominância do balanço de pagamentos ?

## **2. DOMINÂNCIA FISCAL: BREVE EXPOSIÇÃO DO CASO GERAL**

Nesta seção vamos buscar uma definição para o conceito de dominância fiscal, bem como expor uma breve revisão teórica que sustente a conceituação apresentada, com isso poderemos avançar, na seção seguinte, para a análise específica do caso Brasil.

A literatura tangente ao tema da dominância fiscal é bem antiga e Blanchard(2004) aponta o artigo de Sargent e Wallace, "Unpleasant Monetarist Arithmetic" de 1981 , como o marco inaugural da hipótese de dominância fiscal. Neste trabalho os autores apontaram que, caso a política fiscal não se alinhasse com a restrição fiscal intertemporal, o governo teria que financiar os déficits fiscais através do imposto inflacionário, com isso se perderia parte da eficácia da política monetária no que tange o controle inflacionário, já que a mesma estaria “presa ou dominada” pela política fiscal. Já a análise de Blanchard (2004) para a hipótese de dominância fiscal, que inclusive tem como objeto de análise o caso Brasil no período 2002-2003, estende o foco da análise da hipótese de dominância fiscal para o caso de uma economia aberta e com livre fluxo de capitais. É justamente pelo trabalho do Blanchard ter como foco analítico o caso Brasil e tratar de uma economia aberta com livre fluxo de capitais, que ele se torna essencial para este trabalho, sendo assim, a partir de agora, sempre que

estivermos nos referindo ao conceito de dominância fiscal estaremos adotando a hipótese formulada por Blanchard.

Na macroeconomia aberta, convencionalmente, costuma-se avaliar o impacto do aumento da taxa de juros sobre a inflação de duas formas:

(i) a primeira é aquela em que a taxa SELIC impacta de maneira inversamente proporcional a demanda agregada por meio de quatro canais principais: taxa de mercado; preço dos ativos; expectativas e crédito. Com elevações da SELIC transmitidas pelos quatro canais aqui mencionados, o consumo e o investimento recuam, enfraquecendo a demanda agregada que, por sua vez, culmina em queda da inflação.

(ii) a segunda maneira seria aquela em que a elevação da taxa de juros reais, ao tornar a dívida interna mais atraente aos olhos do credor externo, atrai capital, apreciando a taxa de câmbio, que por sua vez impactaria diretamente na inflação. Este seria o canal do câmbio. A figura 1 ilustra os canais de transmissão da SELIC em direção à inflação.

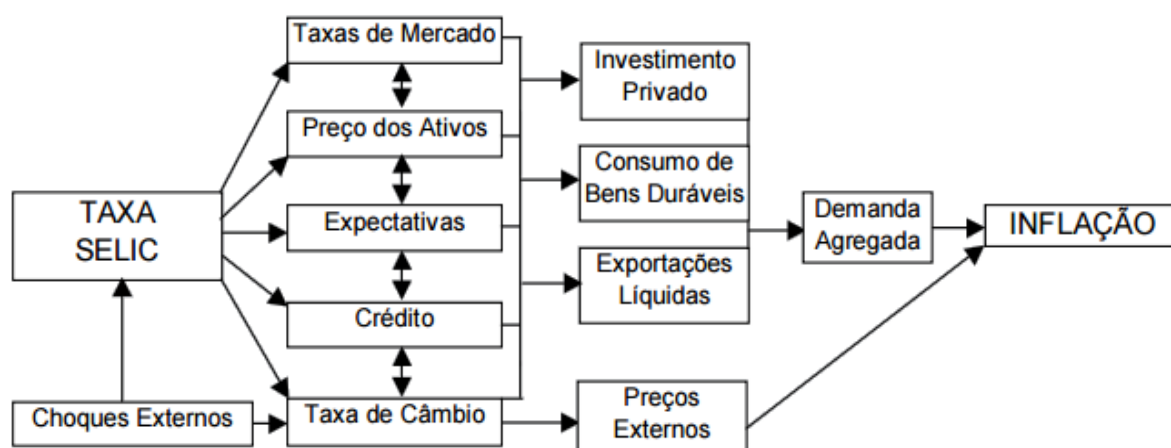


Figura 1. Fonte: Banco Central

É importante frisar que a hipótese de dominância fiscal, elaborada por Blanchard(2004) e aqui apresentada, tem como foco de análise o canal do câmbio. Como visto anteriormente, focando no canal do câmbio, é comum, dentro de uma visão convencional da macroeconomia aberta, que elevações na taxa de juros reais tornem a dívida pública interna mais atraente, o que, por consequência, levaria à uma apreciação cambial. Porém, pontualmente, pode ocorrer o oposto do que se espera convencionalmente: se o aumento da taxa de juros culminar em aumento da probabilidade de inadimplência da dívida interna, a dívida pública se tornará menos atraente, e com isso haverá, ao invés de apreciação, depreciação cambial. A

depreciação levaria, por sua vez, a um novo aumento da inflação. Em casos assim a política monetária, como instrumento de combate à inflação seria mais que ineficaz, seria perversa. Sendo assim, a única política disponível para alterar a trajetória inflacionária seria a política fiscal. A situação relatada ocorre de maneira explícita quando o impacto negativo do canal câmbio se sobrepõe aos impactos positivos dos outros canais.

Para Blanchard(2004) a ocorrência do resultado anterior é mais provável de acordo com o grau de intensidade e relevância dos seguintes fatores:

- (i) quanto maior o nível inicial da dívida
- (ii) maior proporção de dívida denominada em moeda estrangeira, e
- (iii) quanto mais intensa a aversão ao risco por partes dos investidores estrangeiros

Sobre o primeiro fator elencado acima, o nível da relação (dívida pública)/PIB inicial é considerado determinante, já que quanto maior o nível da relação dívida/PIB corrente, maior a aversão ao risco por parte dos credores externos. Tanto o nível da relação dívida/PIB, quanto a sua trajetória de crescimento, são elementos que sinalizam para o credor, na abordagem aqui adotada, o nível de risco de um país.

Já a proporção da dívida denominada em moeda estrangeira é extremamente relevante, pois quanto mais elevada a proporção da dívida denominada em moeda estrangeira, mais suscetível fica o país a desvalorizações abruptas da moeda nacional, sendo assim, em situações de dominância fiscal, elevações na taxa de juros, ao elevarem o nível da relação dívida/PIB, aumentam a percepção de risco que culmina em desvalorização cambial, sendo essa última mais ou menos intensa de acordo com a proporção da dívida denominada em dólar, e por fim, quanto maior a desvalorização maior será o impacto inflacionário.

Já o último fator determinante parte do pressuposto de que quanto mais intensa a aversão ao risco por partes dos investidores estrangeiros, mais grave será os efeitos indesejáveis da “dominância fiscal”, fato que fica nítido em momentos de crise onde os credores externos deslocam abruptamente o capital dos países emergentes em direção aos países desenvolvidos, ou seja, ‘fogem para a qualidade’. E isso pode ocorrer mesmo que a crise seja gerada nos países centrais, como foi o caso da grave crise financeira de 2008.

É importante destacar que para a hipótese de dominância fiscal se sustentar de fato, é necessário que a política fiscal seja relevante ao ponto de ter capacidade para blindar o país dos choques financeiros internacionais através da formação de superávits primários que sejam grandes o suficiente para estabilizarem a relação dívida/PIB e, pelo menos em parte, diminuir

a percepção de default por parte dos credores externos, reduzindo a fuga de capitais. Ou seja, a política fiscal é o que determinaria, em última instância, a percepção de risco Brasil. Sendo assim, a vulnerabilidade externa seria mais consequência da política fiscal, do que o contrário. Desta maneira, uma “boa política fiscal” seria capaz de atenuar significativamente ciclos de instabilidade financeira/cambial frequentes na economia internacional. Estenderemos essa análise na seção 3 quando estivermos tratando do caso Brasil.

### **3. DOMINÂNCIA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS – CONCEITUAÇÃO TEÓRICA**

Nesta seção vamos apresentar, de maneira resumida e não exaustiva, a definição de dominância do balanço de pagamentos proposta por Ocampo, bem como uma breve construção teórica que sustenta tal hipótese, com isso, na próxima seção, poderemos avaliar se o caso brasileiro se enquadra nesta concepção.

Ocampo(2013) justifica o termo dominância do balanço de pagamentos pelo seguinte motivo:

The mainstream literature has called “fiscal dominance” a regime in which macroeconomic management is essentially determined by fiscal conditions. So, I will call “balance of payments dominance” the regime in which the external shocks, positive and negative, are the essential determinant of short-term macroeconomic dynamics. (OCAMPO 2013 pg. 3)

Ocampo (2013) definiu “dominância do balanço de pagamentos” como um regime macroeconômico em que a dinâmica das políticas econômicas de curto prazo é determinada, essencialmente, por choques externos. Mais que isso: é determinada de maneira pró-cíclica. O mais grave é que alguns desses choques externos podem ser tão impactantes a ponto de alterarem a trajetória de crescimento de longo prazo – ou seja, seriam choques com efeitos estruturais. Este seria o regime predominante em países em desenvolvimento e emergentes, já que estes são, em geral, extremamente vulneráveis aos ciclos de expansão e contração do financiamento externo.

Uma das explicações para a dominância do balanço de pagamentos pode ser construída a partir da concepção de hierarquia entre moedas. De maneira bem resumida, as moedas são hierarquicamente posicionadas de acordo com seu grau de liquidez internacional. O dólar estaria no topo da hierarquia, já as moedas dos países centrais em posições

intermediárias e moedas de países emergentes, como o Brasil, estariam no mais baixo grau hierárquico – portanto, essas últimas seriam as menos líquidas. Em momentos de incerteza os agentes tentam se tornar mais líquidos, ou seja, eles buscam o dólar e fogem de moedas de países emergentes como o Brasil. Isso torna os países emergentes extremamente vulneráveis ao ambiente internacional. (Fritz, de Paula e Prates 2016)

Sendo assim, tanto os ciclos interno, bem como a própria liberdade dos *policy makers* de países emergentes para estabelecerem políticas macroeconômicas, dependeriam, crucialmente, do ciclo externo. Em tal cenário, haveria uma forte restrição, ou melhor, uma quase impossibilidade, de se realizar políticas macroeconômicas anticíclicas.

A importância das políticas econômicas anticíclicas já são bem conhecidas, pelo menos, desde a “revolução keynesiana”, quando Keynes, na sua obra clássica, a Teoria Geral, mostrou que o *modus operandi* de uma economia monetária de produção é inerentemente instável e que para suavizar tal instabilidade deveríamos utilizar medidas econômicas ativas que atenuassem as flutuações cíclicas dos níveis de produto e de emprego. Tais medidas se pautariam pelo princípio da demanda efetiva, e, em termos gerais, passariam pela implementação de políticas fiscal e monetária contracíclicas que acabariam por dinamizar a demanda efetiva e, por conseguinte, mitigar a taxa de desemprego.

Além da importância das políticas anticíclicas para o curto prazo, elas também são determinantes para a trajetória de crescimento de longo prazo, ou seja, restrições às mesmas geram graves problemas estruturais. A relevância de políticas macroeconômicas anticíclicas na determinação do crescimento de longo prazo se dá, dentre outros fatores, porque, por exemplo, quando empresas se encontram em uma situação de desaceleração econômica e com dificuldades de acesso a crédito, investimentos são cortados, e essa contração nos investimentos prejudica, obviamente, a expansão econômica no longo prazo. A solução convencional para situações do tipo passam por políticas governamentais de expansão monetária e fiscal, como bem ensinou Keynes, via aumento de despesas públicas, redução de impostos ou concessão de subsídios. Sendo assim, tais medidas anticíclicas poderiam aliviar os impactos negativos da condição adversa sobre os investimentos de longo prazo (Ocampo 2006). Entretanto, em países emergentes e em desenvolvimento, o espaço fiscal e monetário para os *policy makers* implementarem políticas fiscais e monetárias anticíclicas em contextos de recessão é extremamente limitado, daí a gravidade da situação, tanto para o nível de emprego no curto prazo, bem como para a trajetória de crescimento de longo prazo. A seguir, vamos analisar os motivos causadores dessa dinâmica restritiva perversa.

A partir da década de 1970, segundo Ocampo (2013), a conta de capital tem sido peça fundamental para explicar os choques cíclicos nos países em desenvolvimento com acesso ao mercado de capitais privados. Antes de estender essa análise, pode ser interessante lembrar a hipótese de fragilidade financeira (HFF) desenvolvida por Minsky e depois estender essa análise para a relação dos países em desenvolvimento com o fluxo de capital internacional.

Na Hipótese de Fragilidade Financeira, desenvolvida por Minsky, em linhas gerais, o ciclo econômico é determinado tanto pelos investimentos privados e suas expectativas de retorno, quanto pela relação destes com a disponibilidade de financiamento que os tornem possíveis. Isso faz com que o ciclo econômico esteja inerentemente ligado ao movimento de expansão ou de recessão das economias capitalistas. Estendo a ótica da HFF de Minsky para a relação dos países com o fluxo internacional de capital, podemos perceber que os países em desenvolvimento seriam mais vulneráveis aos choques de financiamento externo. Isso aconteceria da seguinte forma: dentro do ciclo econômico os agentes privados alternam entre o apetite pelo risco e a fuga para a qualidade. No caso dos credores internacionais, nas fases de otimismo, eles se tornam muito propensos a fornecer relevantes quantidade de crédito para os emergentes (considerados mais “arriscados”), mas durante crises o que impera é a “fuga para a qualidade”, ou seja, há um forte repatriamento do capital que circulava nos emergentes para as economias desenvolvidas, o que exige que os países em desenvolvimento ofereçam altas taxas de juros justamente no momento de crise para amenizar o racionamento de crédito (Minsky, 1986).

A política monetária que, para Keynes, em momentos de crises deveria ser anticíclica, acaba se tornando pró-cíclica nos países emergentes. Durante crises internacionais, países emergentes como o Brasil, ao invés de diminuir juros para estimular a economia – como fazem os países desenvolvidos – são levados a aumentar as taxas de juros com vistas a evitar uma fuga ainda maior de capitais e a consequente desvalorização cambial, já que essa última gera significativa pressão inflacionária.

Já as políticas fiscais acabam se tornando reféns da busca pela estabilidade da relação dívida/PIB. Em países emergentes, como a dívida geralmente cresce de maneira significativa em momentos de crise internacionais por conta do aumento do custo da dívida fruto das elevações na taxa de juros para conter fuga de capitais, os gestores de política econômica destes países tentam estabilizar o nível da dívida através de políticas fiscais contracionistas. Isso faz com que o espaço para políticas fiscais expansionistas só ocorram nos momentos de *boom*, ou seja, quando um país emergente se encontra na fase ascendente do ciclo, acaba

realizando políticas fiscais expansionistas visando combater os gargalos em infraestrutura e o déficit social que são acentuados em países periféricos. Desta maneira, observamos que a política fiscal de países emergentes costuma acompanhar o ciclo econômico financeiro global determinado pelas condições do balanço de pagamentos, fazendo com que a política fiscal perca seu importante papel de política econômica anticíclica. Desta forma, fica claro que tanto a política monetária, quanto a política fiscal, são dominadas pelo ciclo financeiro internacional, ou seja, são dominadas pelas condições da balança de pagamentos.

Na tabela 1, podemos perceber, através de interessante exercício econométrico, que o caráter pró cíclico aqui mencionado é realmente bem mais intenso nos países emergentes e em desenvolvimento. “O índice foi construído a partir de uma média ponderada dos indicadores de ciclicidade da política fiscal que incluem a despesa pública, um indicador das alterações nas taxas de imposto e as variações das despesas de 104 países. O índice varia de -0,51 a 0,63, onde os valores positivos indicam maior prociclicidade e negativos, o nível de anticiclicidade.” (Ocampo 2006)

Cyclicality of fiscal policy and economic growth 1960–2003		
Region/country	Cyclicality of fiscal policy (index) <sup>1</sup>	Average GDP per capita growth rate (in %)
Africa	0.30 (highly procyclical)	1.1
Cameroon	0.51 (highly procyclical)	1.0
Côte d'Ivoire	0.38 (highly procyclical)	0.4
Kenya	0.26 (highly procyclical)	1.2
Rwanda	0.63 (most procyclical)	0.5
Latin America	0.25 (highly procyclical)	1.2
Argentina	0.28 (highly procyclical)	1.0
Brazil	0.22 (highly procyclical)	2.4
Colombia	-0.02 (acyclical)	1.8
Mexico	0.19 (moderately procyclical)	2.0
Peru	0.40 (highly procyclical)	0.8
Venezuela	0.36 (highly procyclical)	-0.3
Asia	0.16 (moderately procyclical)	3.3
Fast growing Asia	0.06 (acyclical)	4.4
China	-0.03 (acyclical)	6.1
Indonesia	0.09 (procyclical)	3.6
Korea, Republic of	-0.11 (countercyclical)	5.8
Malaysia	0.11 (procyclical)	4.0
OECD	-0.11 (countercyclical)	2.6
Finland	-0.51 (most countercyclical)	2.9
France	-0.24 (highly countercyclical)	2.5
Germany	-0.02 (acyclical)	1.9
Japan	0.05 (acyclical)	4.0
United Kingdom	-0.37 (highly countercyclical)	2.2
United States	-0.19 (moderately countercyclical)	2.2
High-to-middle income developing countries	0.28 (highly procyclical)	2.8
Middle-to-low income developing countries	0.17 (moderately procyclical)	2.0
Low-income countries	0.28 (highly procyclical)	1.0

Tabela 1: Fonte: United Nations (2006) Table IV.2 apud Ocampo(2006)



Visto o caráter geral da hipótese denominada por Ocampo como “dominância do balanço de pagamentos”, na próxima seção vamos analisar a aplicação da hipótese ao caso Brasil, bem como compará-la com o conceito de dominância fiscal.

### **3. CASO BRASIL: Dominância fiscal ou dominância do balanço de pagamentos ?**

Nesta seção, iremos analisar se as hipóteses de dominância fiscal e de dominância do balanço de pagamentos são aplicáveis ao caso Brasil, mais que isso, tentaremos, a partir da análise de um caso concreto, avaliar se as hipóteses são excludentes entre si ou se são apenas complementares. Vamos focar em dois momentos importantes para o debate: primeiro o biênio 2002/2003 e depois a conjuntura atual 2014/2015.

#### **3.1 Caso Brasil – 2002/2003**

A hipótese de dominância fiscal é bem antiga e, como já visto, entrou para o debate acadêmico a partir do artigo seminal de Sargent e Wallace de 1981. Porém, o recorte deste trabalho se limitou a expor, mesmo que brevemente, apenas a hipótese defendida por Blanchard (2004), já que o autor teve como foco de análise concreto o caso Brasil, além, é claro, de construir seu arcabouço teórico levando em conta uma macroeconomia aberta com livre fluxo de capitais.

Blanchard (2004) argumenta que, entre 2002 e 2003, o Brasil esteve sob dominância fiscal. Para ele, 2002 foi um ano conturbado, inclusive politicamente, já que era ano eleitoral e um dos mais fortes candidatos transmitia pouca confiança para os credores internacionais. Este candidato era Luiz Inácio Lula da Silva, que acabou eleito naquele mesmo ano.

Conforme crescia a probabilidade de Lula ser eleito, maior era o nível de incerteza no mercado em relação ao Brasil, o que fez com que a taxa de juros aumentasse acentuadamente no período com o objetivo de conter a depreciação do Real que era intensa. A brusca elevação na taxa de juros, porém, não conteve a forte depreciação que acabou impactando fortemente a inflação (gráfico 1). Porém, para Blanchard, a partir de 2003, como o governo Lula assumiu uma postura de sério compromisso com a austeridade fiscal, ele conseguiu reverter o quadro, fato que permitiu a queda da taxa de juros ao passo que a inflação convergia, também, para próximo da meta. A conclusão de Blanchard é que, em 2002, o desequilíbrio fiscal – ou a mera perspectiva de desequilíbrio - levou o país à uma grave crise que culminou em

desvalorização cambial, altas taxas de juros e inflação crescente; ao passo que em 2003 a política fiscal “austera” fez o efeito inverso: permitiu que os juros caíssem que o câmbio valorizasse e que a inflação recuasse. Neste sentido, 2003 teria sido o inverso de 2002 por conta da política fiscal implementada, ou seja, a política fiscal seria o elemento determinante tanto para a crise quanto para a saída da crise, sendo que a política monetária em 2003, na ausência de um forte ajuste fiscal seria mais que inócua, seria nociva.

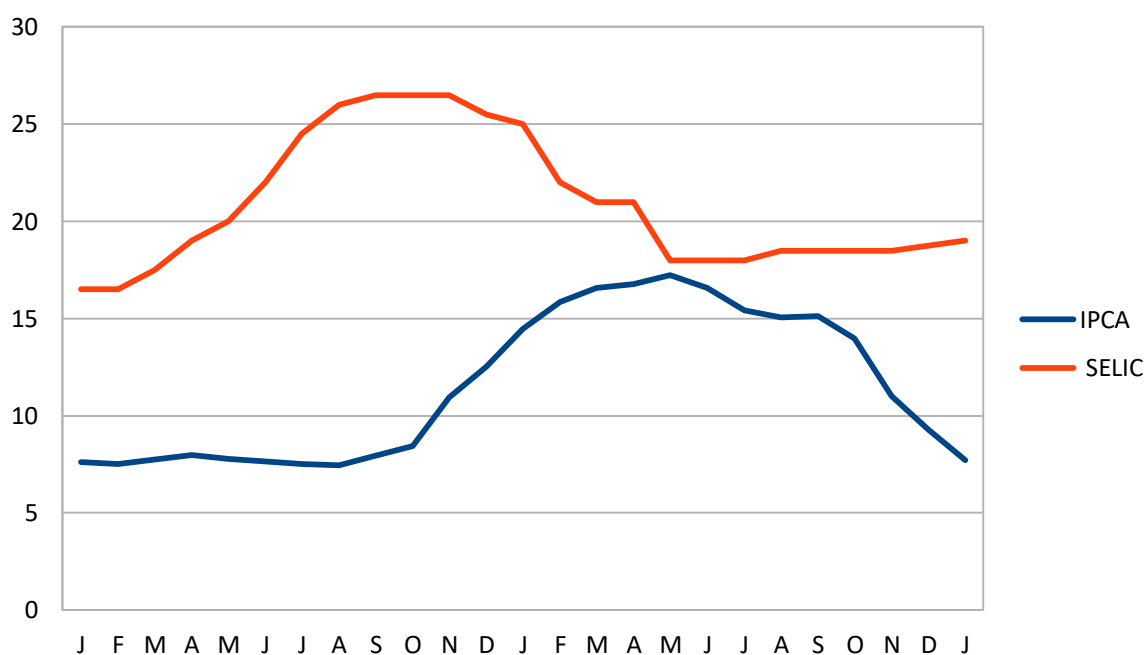


Gráfico 1: IPCA x SELIC (Jan02 – Jan04 ) Fonte: Banco Central e IBGE – elaboração própria.

Outros autores que chegaram à mesma conclusão que Blanchard, foram Favero e Giavazzi (2004), como resumido no trecho abaixo:

In the experience of Brazil we believe we have identified an interesting episode where this might have happened, at least for a short period during 2002. But the episode also shows how critical the behavior of fiscal policy is. Brazil, during 2002, had probably fallen into a bad equilibrium, where fiscal policy was hindering the effectiveness of monetary policy. But the economy was just over the edge: a small change in the fiscal rule, such as that announced by the Lula government in January 2003, was enough to bring the economy back to normal conditions, and rapidly reduce the Embi spread, stabilize the exchange rate and, through these two variables, inflation expectations, inflation and the dynamics of the public debt.

Tanto Blanchard quanto Faveto e Guiavazzi parecem subestimar o alto grau de instabilidade financeira internacional do período bem como a elevada vulnerabilidade da economia brasileira a este cenário. Será que em um cenário externo tão turbulento o Brasil era

mesmo capaz de, através da produção de gordos superávits primários, estabilizar a relação dívida/PIB (que saltou de 51,5% em dezembro de 2001 para 62,4% em setembro de 2002) e dessa maneira conter parte considerável da fuga de capitais naquele momento de incerteza? Seria a sustentabilidade da dívida pública condição necessária e suficiente para a economia crescer em uma trajetória estável e livre de turbulências externas visto que os credores teriam confiança que o governo é capaz de honrar suas dívidas? Para responder à esta pergunta iremos expor uma breve síntese da turbulência interna e externa do período que antecedeu o ano de 2002.

No período que antecedeu o problemático ano de 2002, podemos destacar o fato de que a dívida líquida do setor público como proporção do PIB permaneceu relativamente estável do início de 1999 (ano da implementação do tripé macro) até julho de 2001. Apesar do salto da relação dívida/PIB de 41,71% em dezembro de 1998 para 50,72% em fevereiro de 1999 por conta da desvalorização cambial proveniente da mudança de regime, o superávit primário de 3,07% do PIB em 1999 foi suficiente para estabilizar a relação – e isso apesar da estagnação do PIB naquele ano. Em 2000 a relação se mantém estável por conta do superávit de 3,5% do PIB em paralelo a um crescimento de 4,36% com a manutenção da taxa de juros reais. (Oreiro, Sicsu e de Paula 2003, pg 133).

Em 2001, com a crise na Argentina, que culminou em fuga de capitais, e com o racionamento da energia – este último impactando em um baixo crescimento do PIB de 1,51% - é que a trajetória da relação dívida/PIB começou a acelerar (tabela 2). Segundo Oreiro (et al 2003) dada a taxa real de juros elevada e o baixo crescimento do PIB, o superávit primário necessário para estabilizar a relação dívida/PIB deveria ser na magnitude de 5% do PIB, logo, apesar do governo ter realizado um superávit considerável de 3,82% do PIB, a relação entrou em trajetória crescente – apesar da política fiscal fortemente contracionista.

Já no ano de 2002 a relação dívida/PIB começou a subir de forma acelerada a partir de maio, principalmente com o aumento da probabilidade de um candidato de esquerda (que gerava forte incerteza no mercado) ser eleito Presidente do Brasil. É importantíssimo destacar que, apesar da trajetória da relação dívida/PIB ter se acelerado fortemente nesse período, o governo conseguiu produzir um imenso superávit primário equivalente a 4,06% do PIB – isso quando a meta de superávit primário para o ano era de 3,88% do PIB, conforme acordado com o FMI.

ANO	DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA (%PIB)
1999	46,90%
2000	49,30%
2001	49,80%
2002	60,40%
2003	54,80%
2004	50,60%

Tabela 2. FONTE: Banco Central

A análise anterior nos leva a concluir que a relação dívida/PIB diante de cenários de incerteza externa ou interna – que culminem em fuga de capitais – é incontrolável mesmo diante de políticas fiscais fortemente contracionistas que produzam elevadíssimos resultados primários. O superávit primário requerido para estabilizar a dívida no período aqui analisado chegava ao patamar de 5% do PIB ao ano, um nível extremamente elevado para um país emergente com graves déficits sociais e em infraestrutura inserido em um momento de crise. Visto isso, é fácil supor que por maior que fosse o esforço fiscal do governo dificilmente ele conseguiria reverter a fuga de capitais e estabilizar a relação dívida/PIB no período.

A política fiscal do período em análise foi fortemente condicionada à produção de elevados superávits primários que visavam estabilizar a relação dívida/PIB que era pressionada de maneira intensa pelas taxas de juros crescentes em períodos de crise e baixo crescimento do PIB. Sendo assim, a política fiscal do Brasil é dominada pela pelo humor dos credores externos (como podemos ver na relação risco Brasil x câmbio no gráfico 2) e, este último, fortemente condicionado pela dinâmica do risco Brasil, sendo a dominância fiscal, no máximo, um subproduto da vulnerabilidade externa. Logo, é a dominância do balanço de pagamentos que “dominava” o ciclo fiscal e monetário no período.

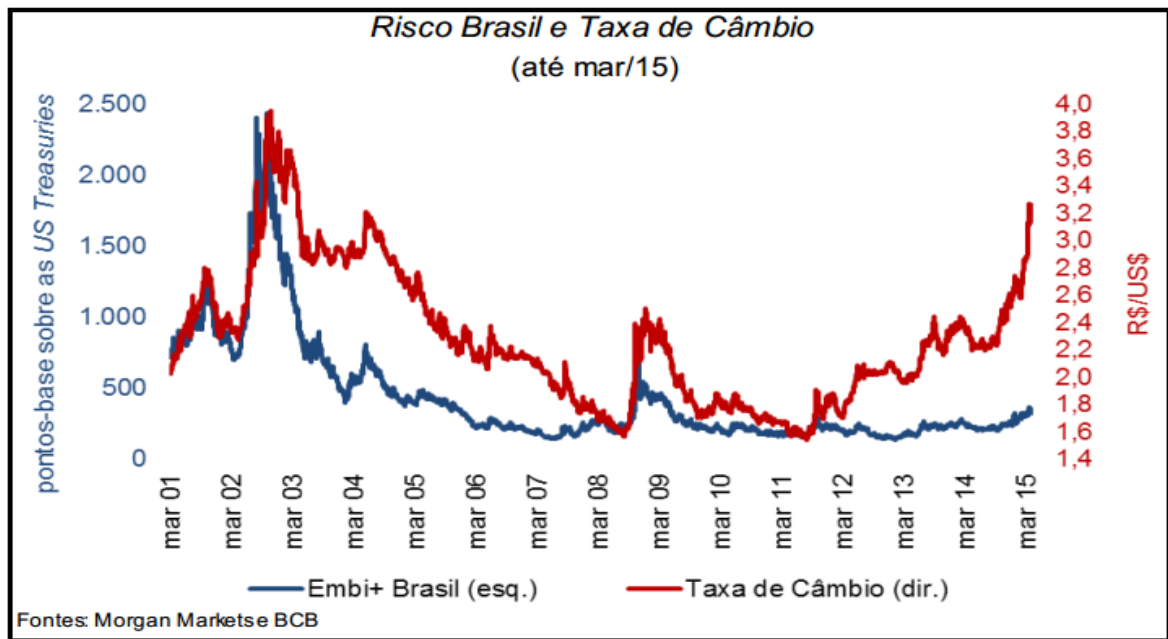


Gráfico 2: Banco Central

### 3.2 Caso Brasil – 2014/2015

O debate sobre dominância fiscal, que teve muito destaque acadêmico no início da década passada, acabou perdendo folego no Brasil graças à conjuntura econômica razoavelmente favorável do período 2003-2013, porém, a partir de 2014, o tema voltou a fazer parte da agenda de debate entre economistas e na mídia em geral. Em uma abordagem próxima à hipótese de dominância fiscal, isso se deu por conta da recente crise fiscal, onde o déficit nominal saiu de 3,28% em 2013 para 9,34% do PIB em 2015. Isso ocorreu em paralelo à uma aceleração inflacionária que levou a adoção, por parte do Banco Central de uma rápida elevação da taxa de juros (a SELIC subiu de 10,5% a.a em Janeiro de 2014 para 14,25% em Janeiro de 2016) com o intuito de controlar a pressão inflacionária (o IPCA que em 2013 foi de 5,91%, foi para 6,41% em 2014 e para 10,67% em 2015) e deter a desvalorização cambial.

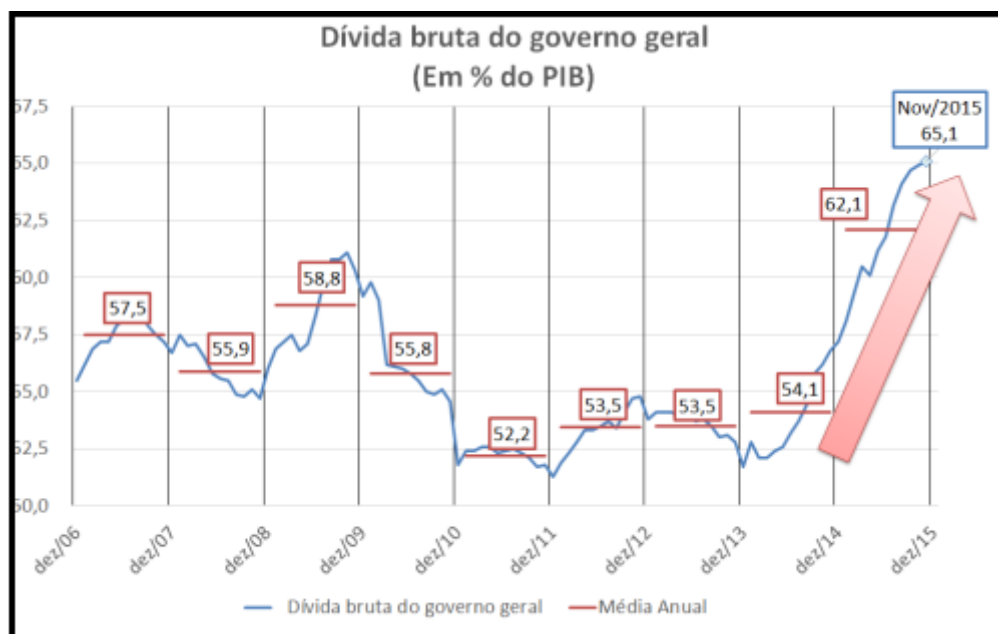


Gráfico 3: variação da dívida pública em % do PIB

Em um cenário de baixo crescimento em paralelo à elevação da taxa de juros, a relação dívida/PIB entrou em rápida trajetória de crescimento, fato interpretado pelas agências de risco como um aumento da probabilidade de default.

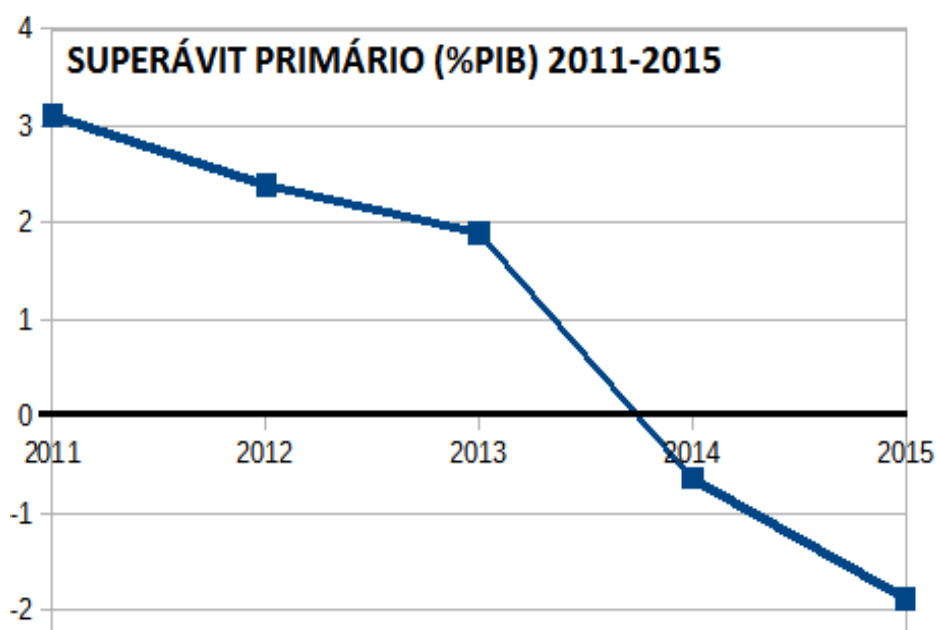


Gráfico 4. Fonte: Banco Central. Resultado Primário 2011-2015, elaboração própria

Este cenário levou o Brasil a ter sua nota de risco rebaixada, o que aumentou, ainda mais, a fuga de capitais, e isso culminou em mais desvalorização cambial e nova rodada de alta dos juros e, consequente, elevação da relação dívida/PIB. O esquema a seguir busca demonstrar como a centralidade da deterioração fiscal pode criar um ambiente circular propício a uma situação de dominância fiscal:



Figura 2. Elaboração própria. O ciclo da dominância fiscal.

Para Mônica Baumgarten de Bolle, o Brasil, em sua atual crise de altos déficits e alta inflação, está sob dominância fiscal. Para chegar a tal conclusão, a economista se baseia, também, em uma análise simples: a correlação positiva e explosiva entre elevações na taxa SELIC, pagamento de juros, déficit nominal e pressão inflacionária. A economista ainda cita alguns estudos como o de Kumhof (et al., 2008 apud Baumgarten 2015) que se concentra na hipótese de inversão dos papéis tradicionais de políticas monetárias e fiscais, onde as autoridades monetárias são levadas a reduzir juros quando a inflação é crescente a fim de garantir a solvência da dívida e dos déficits. (Baumgarten , 2015). No mesmo texto, ela ainda utiliza a seguinte correlação, entre déficit nominal e pagamento de juros, como indício:

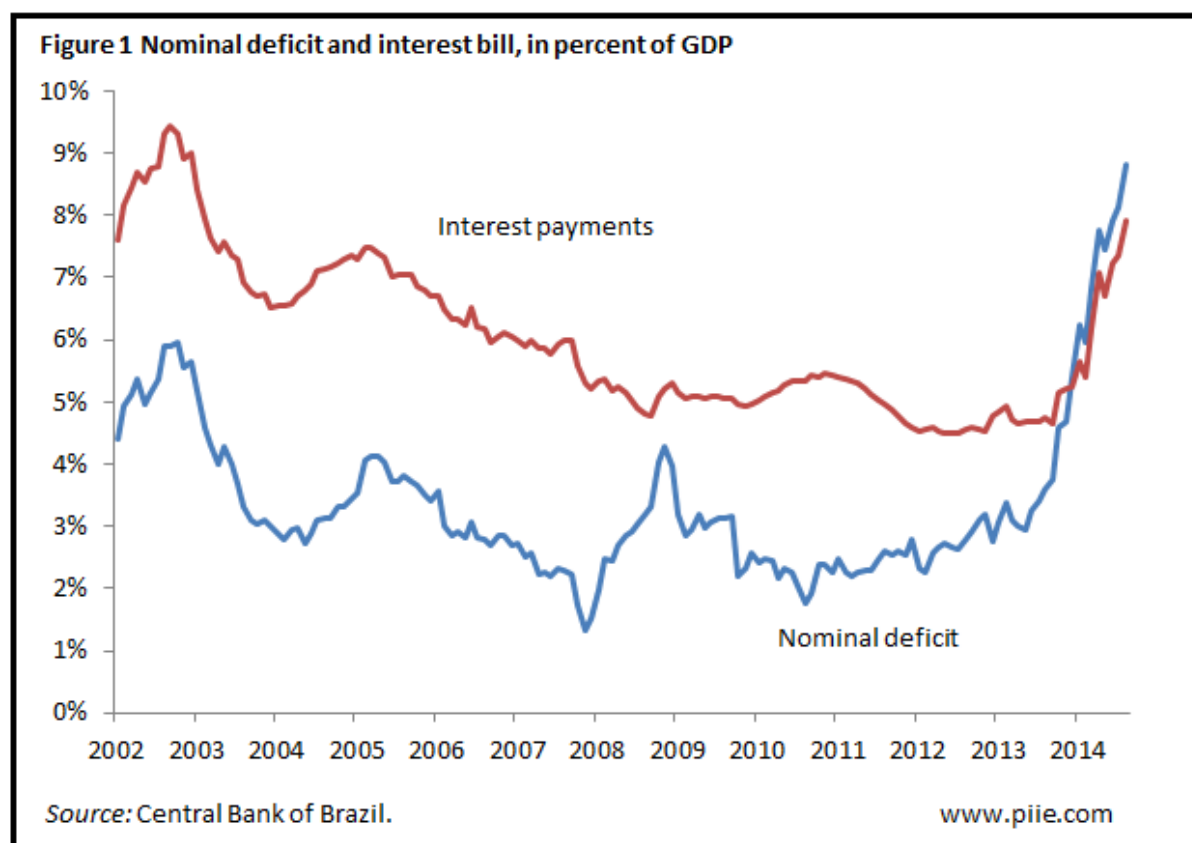


Gráfico 5. Fonte: Baumgarten(2015)

Os economistas que, como Mônica Baumgarten de Bolle, defendem a hipótese de dominância fiscal defendem que como a política monetária não é efetiva no combate à inflação, muito pelo contrário, os policy makers deveriam propor medidas de forte ajuste fiscal para debelar o processo inflacionário – já que o mesmo seria, dentro desta hipótese, fruto de um descontrole do lado fiscal que se acentua com a alta dos juros. Se não há como negar que a alta taxa de juros reais tem pressionado demasiadamente as contas públicas, colaborando para a elevação da trajetória dívida/PIB ao passo que não consegue debelar o processo inflacionário (talvez muito pelo contrário), podemos questionar a hipótese de que o governo possa usar a política fiscal como elemento estabilizador último do processo. Seria a política fiscal dos últimos anos fruto da irresponsabilidade do governo ou seria ela inerentemente pró-cíclica dada a vulnerabilidade externa? Até que ponto o governo de um país emergente como o Brasil possui autonomia de garantir políticas fiscais que se adaptem ao ciclo econômico em um ambiente de livre fluxo de capitais? Para responder a estas questões, é interessante voltarmos ao argumento de dominância do balanço de pagamentos.



Como já visto anteriormente, sob dominância do balanço de pagamentos, a dinâmica das políticas econômicas de curto prazo são determinadas, essencialmente, por choques externos de maneira pró-cíclica e isso ocorre, utilizando uma ótica pós-keynesiana, porque as moedas são hierarquicamente posicionadas de acordo com seu grau de liquidez internacional. O dólar estaria no topo da hierarquia, já as moedas dos países centrais em posições intermediárias e moedas de países emergentes, como o Brasil, estariam no mais baixo grau hierárquico – portanto, essas últimas seriam as menos líquidas. Em momentos de incerteza os agentes tentam se tornar mais líquidos, ou seja, eles buscam se proteger em dólar (fuga para a qualidade) e fogem de moedas de países emergentes como o Brasil. Isso torna os países emergentes extremamente vulneráveis ao ambiente internacional. Em momentos de incerteza, a fuga de capitais dos países emergentes é intensa e reflete em desvalorização das moedas dos emergentes frente ao dólar. No caso do Brasil, o gráfico abaixo ilustra bem a reação do câmbio aos períodos de incerteza externa e interna:

**Taxa de Câmbio Real (índice, junho de 94 = 100)**

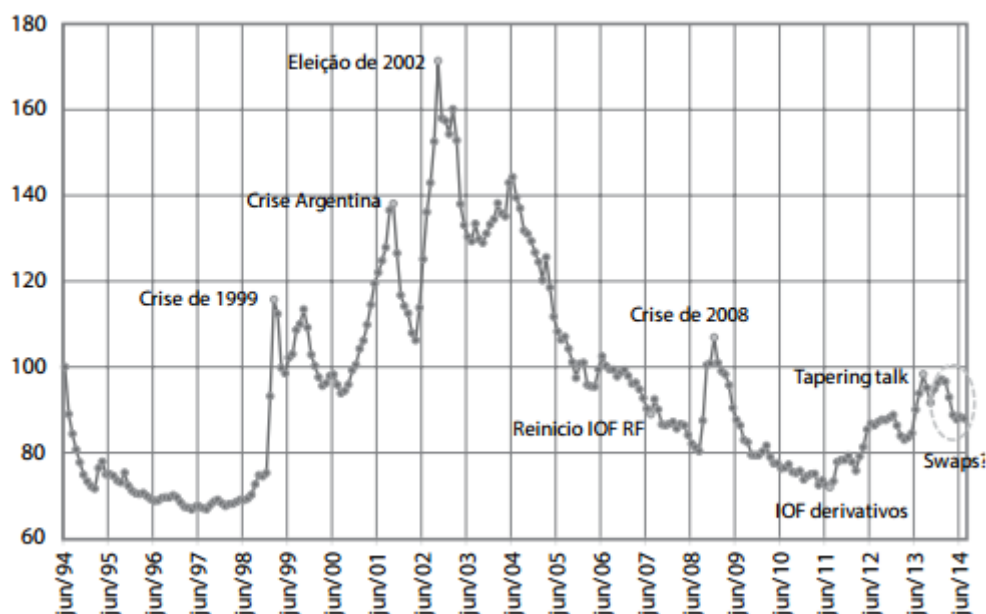


Gráfico 6 Fonte: Barbosa (2015)

A variação cambial no Brasil, como demonstrado acima, é fortemente influenciada pelo contexto internacional que, em momentos de crise gera uma corrida pela liquidez, e isso independe da sustentabilidade fiscal da dívida. Um exemplo é o pico cambial de 2008, que ocorreu frente a uma conjuntura em que o Brasil vinha realizando gordos superávits primários ano a ano.

Percebe-se ainda (gráfico 6) que a desvalorização cambial nos momentos de incerteza é explosiva e que o governo atua rapidamente para valorizar a moeda, principalmente, através da ampliação do diferencial de juros interno e externo, ou seja, desvalorizações cambiais, geralmente, são acompanhadas de choques na SELIC.

As crises, para os países periféricos que adotam praticamente total liberdade no fluxo de capitais, ao resultarem em altas taxas de juros para conter a fuga de capitais, acabam, também, exigindo que o esforço fiscal seja intenso para que a relação dívida/PIB permaneça estável. Portanto, a política fiscal em épocas de crise (seja interna ou externa) é fortemente contracionista, mesmo que o resultado fiscal seja deficitário, como em 2015 - onde, apesar do grande corte de gastos, principalmente em investimentos públicos, tivemos um enorme déficit primário no fim do ano. Cortes de gastos tão profundos em países como o Brasil, com um déficit social tão amplo (educação, saúde, saneamento dentre outros) e com enormes gargalos em infraestrutura, penalizam de maneira rigorosa a população e acentuam os déficits sociais e de infraestrutura em pleno momento de crise e desemprego. Porém, na época em que o cenário externo e interno é favorável e estável, o governo aproveita a oportunidade para amenizar o déficit social e estrutural com políticas fiscais expansionistas, o que tira dele o espaço fiscal para atuar de forma incisiva em uma eventual crise. Esse é o caráter pró-cíclico da política fiscal no Brasil: gasta-se muito no período de estabilidade e corta-se muito gasto no momento de crise, o exato oposto do que recomendava Keynes. E toda essa estrutura pró-cíclica da política fiscal é determinada pela vulnerabilidade externa que é imposta ao Brasil por ser um país emergente inserido em um ambiente de livre fluxo de capitais. Sendo assim, a política fiscal é determinada pelas condições do fluxo de capitais, ou seja, pelo humor dos credores frente às condições econômicas externas e internas. Se a política fiscal é determinada pelo humor dos credores, não pode ser ela a determinante do ciclo, como querem os defensores da dominância fiscal.

#### **4. CONCLUSÃO**

Vimos neste trabalho que entre 2014 e 2015 o Brasil passou por uma situação atípica que englobava crescente deterioração fiscal, recessão, trajetória explosiva da relação dívida/PIB e elevações bruscas na taxa de juros que além de não neutralizarem as pressões inflacionárias, ainda por cima as intensificaram. O cenário de anormalidade trouxe de volta ao debate econômico a hipótese de que o Brasil estaria sob dominância fiscal. Esta hipótese, que foi muito debatida no início da década passada, basicamente, pressupõe que quando um país

está sob dominância fiscal, elevações da taxa básica de juros, que tivessem como objetivo final a diminuição da taxa de inflação, acabam por fazer o efeito contrário, aumentando ainda mais as pressões inflacionárias, já que a elevação dos juros aumenta o custo da dívida, tornando a relação dívida/PIB cada vez mais inclinada, o que, para o credor externo significaria aumento do risco de default – risco esse que se materializa em fuga de capitais, desvalorização cambial e nova onda inflacionária via câmbio.

Tanto em 2002/2003 quanto em 2014/2015 os dados indicam que o Brasil poderia sim estar passando por uma aparente situação de dominância fiscal, onde a deterioração fiscal determinaria a conjuntura de altas taxas de juros com inflação crescente. Porém, como visto neste trabalho, a política fiscal do Brasil é inerentemente pró-cíclica por conta da vulnerabilidade externa de um país emergente frente a uma economia aberta com livre fluxo de capitais. Se a própria política fiscal é dominada pelo fluxo de capitais, e para os defensores da hipótese de dominância fiscal é a política fiscal que determina a conjuntura, podemos concluir que a dominância do balanço de pagamentos antecede e é a causa primeira do fenômeno que economistas como Blanchard chamam de dominância fiscal. Neste sentido, a dominância fiscal seria um subproduto da dominância do balanço de pagamentos.

Ambos as hipóteses podem coexistir, porém é a dominância do balanço de pagamentos a causa da dominância fiscal, já que a primeira é condição necessária para a ocorrência da última. Visto isso, é sensato supor que sem resolvermos o problema da vulnerabilidade externa e do livre fluxo de capitais, tentativas de estabilização pelo lado fiscal se tornam meros paliativos – ou pior, agravantes - já que buscariam amenizar o sintoma e não curar a doença.

## **BIBLIOGRAFIA**

BARBOSA FILHO, N.H (2015) O desafio macroeconômico de 2015-2018 Revista de Economia Política 35 (3), 2015 • pp. 403-425

BAUMGARTEN, M.B (2015) Brazil Needs to Abandon Inflation Targeting and Yield to Fiscal Dominance <https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/brazil-needs-abandon-inflation-targeting-and-yield-fiscal>,

BLANCHARD, O. (2004) Fiscal dominance and inflation targeting: Lessons from Brazil, NBER Working Paper Series, Cambridge, MA: MIT Press, Working Paper 10389,2004.

FAVERO, C. A. AND F.GIAVAZZI, Inflation Targeting And Debt: Lessons from Brazil, NBER Working Paper Series, Cambridge, MA: MIT Press, Working Paper 10390, 2004

FRITZ, B.; PAULA, L.F.; PRATES, D.M. , Hierarquia de moedas e redução da autonomia de política econômica em economias periféricas: uma análise keynesiano-estruturalista, Ferrari Filho, F.; Terra, F.H.B.T. (Org.). Keynes: Ensaios sobre os 80 Anos da Teoria Geral, p. 177-202 2016

KEYNES, J. M. The General Theory of Employment, Interest and Money. Nova York: Harcourt, Brace, 1936. Tradução para o português: A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo, Atlas, 1982.

MINSKY, H. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven: Yale University Press, 1986.

OCAMPO, J.A. e VOS, J. (2006). "Policy Space and the Changing Paradigm in Conducting Macroeconomic Policies in Developing Countries". In: Bank for International Settlements (ed.). New Financing Trends in Latin America: a Bumpy Road Towards Stability: 28-45.

OCAMPO, J.A. (2013) Balance of Payments Dominance: Its Implications for Macroeconomic Policy

OREIRO,J.L.; SICSÚ,J.; PAULA ,L.F. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira., Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços Editora:Barueri/Rio de Janeiro: Manole/Fundação Konrad Adenauer, 2003, p. 117-152

SARGENT, T., WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis, p. 1-17, 1981.