



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA - UnB
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E GESTÃO
DE POLÍTICAS PÚBLICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

LEVI SAMUEL DE CASTRO VITOR

DOMINÂNCIA MONETÁRIA DA POLÍTICA FISCAL: UMA ANÁLISE DO CASO
BRASILEIRO

BRASÍLIA
2023

LEVI SAMUEL DE CASTRO VITOR

**DOMINÂNCIA MONETÁRIA DA POLÍTICA FISCAL: UMA ANÁLISE DO CASO
BRASILEIRO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito para obtenção do título (grau) de Bacharel em Ciências Econômicas do Departamento de Economia, da Universidade de Brasília – UnB.

Orientador: Prof. Dr. Nelson Henrique Barbosa Filho

BRASÍLIA
2023

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo investigar se de fato há uma dominância monetária da política fiscal no Brasil, uma vez que os objetivos distintos da política fiscal e monetária em alguns períodos de 1999 a 2020 apresentaram características para tal. Para tanto, é necessário revisar o funcionamento das políticas monetária e fiscal, bem como revisar o arcabouço teórico do regime de dominâncias e, por fim, analisar os estudos empíricos aplicados para o caso brasileiro a respeito dos regimes de dominância fiscal e monetária para os períodos selecionados. A fim de realizar tal análise, a metodologia empregada será a realização de uma revisão bibliográfica dos trabalhos empíricos dos períodos selecionados. Após a análise dos trabalhos empíricos dedicados exclusivamente para o caso brasileiro, verifica-se que a predominância da política monetária sobre a fiscal, ou seja, a existência de um regime de dominância monetária no país.

Palavras-chave: Dominância Monetária. Dominância Fiscal. Política Monetária. Política Fiscal.

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| INTRODUÇÃO | 4 |
| 1. POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL | 8 |
| 1.1 Política Monetária..... | 8 |
| 1.1.2 Instrumentos de Política Monetária | 8 |
| 1.1.3 Novo Consenso Macroeconômico e Regime de Metas de Inflação (RMI)..... | 11 |
| 1.1.4 Regra de Taylor | 13 |
| 1.1.5 Canais de Transmissão da Política Monetária..... | 14 |
| 1.2 Política Fiscal | 17 |
| 1.2.1 Conceitos básicos sobre Déficit e Dívida Pública | 21 |
| 1.2.2 Restrição Orçamentária do Governo..... | 26 |
| 1.2.3 Equilíbrio Intertemporal do Governo | 29 |
| 2 INTERAÇÕES ENTRE A POLÍTICA MONETÁRIA E A POLÍTICA FISCAL | 31 |
| 2.1 Teorias de dominância monetária e fiscal | 33 |
| 2.1.1 Visão tradicional de Sargent e Wallace..... | 34 |
| 2.1.2 Política Econômica Ativa e Passiva..... | 38 |
| 2.1.3 Teoria Fiscal do Nível de Preços | 42 |
| 2.1.4 A atual interação entre Política Monetária e Política Fiscal..... | 47 |
| 2.1.5 Estudo de Blanchard | 52 |
| 3 DOMINÂNCIA MONETÁRIA DA POLÍTICA FISCAL: O CASO BRASILEIRO | 56 |
| 3.1 Trabalhos empíricos a respeito da dominância fiscal e monetária no Brasil..... | 62 |
| CONCLUSÃO | 80 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 83 |

INTRODUÇÃO

Muito se discute a respeito dos instrumentos que afetam negativamente o desenvolvimento da economia brasileira na atualidade. Dentre uma das justificativas está à existência de uma descoordenação entre a política monetária e a política fiscal, o que acaba impactando a gestão da dívida pública do país. Além disso, por conta da diferença de finalidades entre a política monetária e a fiscal, observa-se uma perda de eficácia dos resultados de ambas as políticas.

Em meados de janeiro de 1999, houve uma mudança no *modus operandi* da política monetária brasileira. Com a substituição do sistema de bandas cambiais para o regime de câmbio flutuante, a política monetária passou a ganhar maior destaque na tomada de decisões a respeito da política econômica do país. Como agora era necessário adotar uma âncora nominal para as expectativas de inflação, o sistema de metas de inflação foi introduzido. Segundo esse sistema, o principal objetivo da política monetária passa a ser o controle da inflação. (OREIRO; PASSOS, 2005, p. 159)

No sistema de metas de inflação, o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central, a fim de controlar a inflação, advém da calibração da taxa básica de juros – a SELIC. A SELIC deve ser estabilizada num nível compatível com a meta de inflação definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Dessa forma, esse instrumento de política monetária funciona da seguinte maneira: Quando há um aumento das expectativas de inflação acima da meta, deve-se elevar a taxa nominal de juros. Ao passo que, com uma queda das expectativas de inflação, deve-se reduzir a taxa nominal de juros.

Em contrapartida, após a reforma da política macroeconômica brasileira em 1999, a política fiscal ficou encarregada de seguir regras e normas rígidas a fim de cumprir metas previamente programadas. Segundo as metas estabelecidas, o governo deve promover esforços para alcançar metas de superávit primário que, segundo a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), são definidas ao final de cada ano para o próximo ano assim como são indicadas metas para os dois anos seguintes. Logo, por meio dessa estrutura de política, explicitou-se o compromisso de controle sobre a trajetória da dívida pública por meio do contingenciamento dos gastos públicos no montante exigido para que a meta de superávit primário pudesse ser alcançada. (LOPREATO; PAIVA, 2007)

Como observado, os instrumentos de política econômica do Brasil perseguem objetivos distintos. Enquanto a política fiscal compromete-se com a manutenção de um

superávit primário – sinalizando um bom gerenciamento de suas contas públicas e indicando que honrará os seus compromissos com terceiros por meio do pagamento dos juros da dívida pública, e, portanto, garantindo a credibilidade da política fiscal – a política monetária visa promover a estabilidade do nível de inflação da economia de acordo com o estabelecido pelo sistema de metas de inflação.

Diante desse cenário, é imprescindível que ambas as políticas estejam bem coordenadas a fim de garantir um bom resultado. Em consequência disso, inicia-se o debate a respeito da coordenação entre as políticas monetária e fiscal, para que ambas obtenham êxito em seus objetivos, uma deve tomar a frente enquanto a outra deve oferecer apoio. Portanto, a interação entre elas pode ocorrer de duas formas: ou a política monetária se sobrepõe a política fiscal – regime de dominância monetária; ou prevalece a política fiscal sobre a política monetária – regime de dominância fiscal.

Segundo Sargent e Wallace (1981), no regime de dominância monetária, a autoridade monetária, de forma independente e ativa, define como será a condução da política monetária para controlar o nível de preços, por exemplo, definindo a taxa de juros ou definindo qual será a taxa de crescimento da base monetária. Ao controlar essas variáveis, a autoridade monetária acaba definindo qual será o montante de recursos que serão destinados para a autoridade fiscal. Por sua vez, a autoridade fiscal assume um papel passivo de promover superávits primários a fim de equilibrar o seu orçamento e estabilizar a relação dívida/PIB. Assim, a autoridade monetária tem autonomia e liberdade para estabilizar a inflação enquanto a autoridade fiscal fica encarregada de assegurar a sustentabilidade fiscal.

Por outro lado, no regime de dominância fiscal, é a autoridade fiscal quem toma a frente e atua de forma ativa. Dessa forma, ela define de maneira independente qual será o seu orçamento, anunciando para a autoridade monetária o montante que deverá ser financiado via venda de títulos públicos ou receita de senhoriagem. Portanto, a autoridade fiscal acaba promovendo déficits ou superávits independentemente da situação da relação dívida/PIB. Porém, diante desse cenário, a autoridade monetária acaba perdendo o controle sobre o nível de preços por ser forçada a monetizar a dívida do governo.

Diante do exposto, devido à adoção do sistema de metas de inflação e superávits primários, o caso brasileiro se enquadra num regime de dominância monetária, de acordo com a definição de Sargent e Wallace (1981). Por outro lado, em alguns períodos, como em 2002 e 2015, a deterioração das contas públicas levou a crer que o Brasil se encontrava em um regime de dominância fiscal.

Segundo Blanchard (2004), mesmo diante de um regime de metas de inflação, uma política monetária de aumento de juros pode provocar uma deterioração das contas pública. Com o intuito de respaldar o seu argumento, o autor buscou evidências no caso brasileiro para o ano de 2002 a 2003. Segundo o autor, ao elevar a taxa de juros em resposta ao aumento da inflação, a autoridade monetária acabou elevando o estoque da dívida pública para níveis insustentáveis. Além do efeito sobre o serviço da dívida, o aumento da taxa de juros também acabou elevando a probabilidade de *default* e os prêmios de riscos, induzindo a uma fuga de capitais externos e a uma depreciação do real, ao invés de uma apreciação.

Além disso, pelo fato de uma parcela significativa da dívida pública ser indexada ao dólar, a desvalorização cambial deteriorou ainda mais a dívida pública, impactando as expectativas de inflação e desencadeando um processo inflacionário. Portanto, o estudo de Blanchard (2004) evidencia que a trajetória das variáveis fiscais pode interferir de maneira negativa na condução da política monetária, caracterizando um regime de dominância fiscal.

O presente trabalho tem como objetivo geral investigar se de fato há uma dominância monetária da política fiscal no Brasil, uma vez que os objetivos distintos da política fiscal e monetária em alguns períodos de 1999 a 2020 apresentaram características para tal. Como objetivos específicos pretende-se revisar o funcionamento das políticas monetária e fiscal, bem como revisar o arcabouço teórico do regime de dominâncias e, por fim, analisar os estudos empíricos aplicados para o caso brasileiro a respeito dos regimes de dominância fiscal e monetária para os períodos selecionados.

A fim de realizar tal análise, a metodologia empregada será a realização de uma revisão bibliográfica dos trabalhos empíricos dos períodos selecionados. Para isso, será feita análise de artigos, teses acadêmicas, livros, jornais e boletins informativos dos principais órgãos econômicos brasileiros, como Banco Central e Tesouro Nacional, a fim de concluir se a política monetária foi predominante à fiscal. Para alcançar o objetivo proposto, o trabalho encontra-se dividido em três capítulos além desta introdução.

No primeiro capítulo será apresentado o referencial teórico a respeito dos conceitos e definições que abarcam a política monetária e fiscal. Dessa forma, por meio dos conceitos expostos, busca-se entender melhor como se dá o funcionamento dos dois principais instrumentos de política econômica utilizados pelo governo, bem como a inter-relação entre eles.

No segundo capítulo será exposto o arcabouço teórico a respeito da coordenação entre a política monetária e fiscal. Apresentando os principais conceitos desenvolvidos nos modelos teóricos de Sargent e Wallace (1981) – Dominância monetária e fiscal, Leeper (1991) –

Política econômica ativa e passiva, Woodford (2001) – Teoria Fiscal do Nível de Preço e Blanchard (2004) – Dominância fiscal no Brasil de 2002 a 2003.

O terceiro capítulo versará a respeito da análise dos estudos empíricos realizados para o caso brasileiro, abarcando o período de 1999 a 2020, onde será estudado se o regime de dominância monetária realmente predominou na economia brasileira. Por fim, apresentam-se as considerações finais desta monografia.

A pesquisa se torna relevante, pois investiga como os principais instrumentos de política econômica do Governo interagem entre si. Além disso, a coordenação entre a política fiscal e monetária é objeto de diversos outros estudos e trabalhos por conta da importância de se entender alguns possíveis problemas que assombram a economia brasileira. Como a interação entre as duas políticas ocorrem de forma direta, o desajustamento entre elas é capaz de provocar efeitos expressivos no cenário macroeconômico, sobretudo na inflação e trajetória da dívida, como no caso brasileiro.

1. POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL

1.1 Política Monetária

A política monetária é um instrumento utilizado pelo governo com a finalidade de influenciar o cenário macroeconômico. Essa política econômica é responsável por controlar a quantidade de moeda que é disponibilizada aos agentes econômicos, promovendo aumento ou redução de consumo, bem como afetando a produção e o nível de preços.

A política monetária é de responsabilidade dos Bancos Centrais. Além disso, ela tem como principal finalidade garantir a estabilidade dos níveis de preços e, por conseguinte, evitar o processo inflacionário. Logo, a fim de garantir a estabilidade do nível de preços, a política monetária pode ser utilizada para estimular ou até mesmo para frear a atividade econômica.

Apesar de o objetivo central estar pautado na estabilidade da inflação, os Bancos Centrais também perseguem outros objetivos como: manutenção da saúde do sistema financeiro, prevenção de falências bancárias, estabilidade da taxa de câmbio, manutenção da confiança dos investidores estrangeiros, crescimento econômico e busca pelo nível de emprego adequado.

O Banco Central do Brasil, responsável por executar a política monetária no Brasil, tem ao seu dispor alguns instrumentos que influenciam diretamente as variáveis operacionais, com a finalidade de alcançar as metas intermediárias almeçadas e alcançar os objetivos finais, posto que a atuação da política monetária sobre a economia não ocorre instantaneamente.

1.1.2 Instrumentos de Política Monetária

Os instrumentos tradicionais utilizados de política monetária são os seguintes: recolhimento compulsório, redesconto de liquidez e as operações de mercado aberto ou *Open market*. Esses instrumentos operam sobre a oferta de moeda disponível em circulação por meio das variáveis operacionais, como a determinação da taxa de juros básica de curto prazo e o controle das reservas bancárias agregadas. (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 158).

Os recolhimentos compulsórios nada mais são do que os depósitos bancários obrigatórios, em forma de reservas, que as instituições financeiras precisam manter junto ao Banco Central. Dessa forma, os bancos obrigatoriamente precisam realizar uma operação de depósito, na forma de títulos ou espécie, junto ao Banco Central. O principal intuito do

compulsório é estabilizar a demanda por reservas bancárias, de modo a auxiliar que o Banco Central atue sobre a taxa de juros. Além disso, a taxa de recolhimento compulsório pode ter um significativo impacto sobre a economia. Pois, dependendo do cenário econômico em que o país se encontra, a autoridade monetária pode alterá-la de duas formas: pode aumentá-la a fim de reduzir a capacidade das instituições financeiras de emprestar dinheiro; ou pode reduzi-la a fim de aumentar a capacidade das instituições financeiras de emprestar dinheiro. (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 165).

O redesconto de liquidez são empréstimos, na forma de crédito em reservas bancárias concedidos pelo Banco Central aos bancos comerciais (a uma taxa de juros determinada para essas atividades, à chamada taxa de redesconto), normalmente para cobrir eventuais necessidades de reservas, provocados por conta de seu nível de alavancagem. Além disso, a autoridade monetária pode modificar as taxas dessas operações de acordo com o seu objetivo. Por exemplo, dependendo do cenário econômico, a autoridade monetária pode dificultar o acesso dos bancos a esses recursos, elevando a taxa de redesconto, promovendo assim, uma política monetária contracionista visando combater um possível excesso de liquidez na economia. (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 172).

Vale ainda destacar que, no Brasil, de acordo com o glossário do Banco Central do Brasil, o redesconto de liquidez (redesconto do Banco Central) se caracteriza como uma operação de compra, por parte da autoridade monetária, de títulos públicos federais registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) com compromisso de revenda. Logo, o Banco Central do Brasil realiza uma compra temporária de um título público em posse da instituição financeira, oferecendo, em troca, dinheiro (liquidez).

As operações de mercado aberto ou *Open market* referem-se à compra e venda de títulos públicos realizados pelo Banco Central. Na prática, essas operações de compra e venda de títulos servem tanto para gerenciar a liquidez da economia, como para sinalizar o rumo da política econômica por meio da taxa de juros básica da economia. (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 177). Por exemplo, caso a autoridade monetária busque reduzir a liquidez da economia, ela realizará uma venda de títulos públicos. Logo, a base monetária em poder do público irá reduzir, já que esse dinheiro pago ao Banco Central em troca dos títulos públicos sairá de circulação. Além disso, quando essas operações são realizadas, a taxa de juro prevalecente no mercado interbancário se eleva. No contraexemplo, caso a autoridade monetária busque estimular a economia, ou seja, aumentar a sua liquidez, ela realizará uma compra de títulos públicos. Dessa forma, o Banco Central estará comprando os títulos públicos em poder do

público e injetando liquidez (dinheiro) na economia. Nesse caso, a taxa básica de juros irá reduzir.

Além dos três instrumentos de política monetária citados anteriormente, a autoridade monetária também conta com o seu instrumento de maior relevância para controlar a inflação – a taxa básica de juros ou taxa SELIC, no caso do Brasil. O aumento ou redução dessa taxa provoca efeitos na demanda agregada e, por conseguinte, sobre a inflação por meio dos mecanismos de transmissão que serão apresentados posteriormente.

No Brasil, um ponto que cabe destacar refere-se à dinâmica entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Como o Tesouro Nacional é o responsável por emitir a dívida pública e o Banco Central é o responsável por realizar as operações de mercado aberto, um questionamento que poderia ser feito seria o seguinte: As operações de mercado aberto alteram a dívida pública? A resposta é que as operações de mercado aberto não alteram a dívida pública, pois, essas operações, chamadas de operações compromissadas, ocorrem no mercado secundário, logo, os títulos públicos transacionados já foram emitidos pelo Tesouro Nacional e estão apenas sendo renegociados entre os agentes econômicos.

Existem dois tipos de metas que regem a condução da política monetária: as metas intermediárias e as metas operacionais. As metas intermediárias funcionam como indicadores de política monetária e sinalizam ao Banco Central se o impacto de políticas passadas sobre a economia está a caminho de fazer efeito ou não. Além disso, indicam se a política monetária será expansionista ou contracionista, via taxa de juros de longo prazo e agregados monetários. (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 159).

Já as metas operacionais referem-se às variáveis que são resultado direto da operacionalização de um instrumento de política monetária, sendo diretamente relacionado às metas intermediárias e aos instrumentos de política. Os dois tipos de metas operacionais são: taxa de juros básica de curto prazo e as reservas bancárias agregadas. (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 159).

Ao definir a política monetária, o Banco Central pode acabar não conseguindo prever o exato impacto que esta política pode provocar na atividade econômica. Portanto, ao alcançar as metas intermediárias, significa que, a princípio, a política está sendo executado com êxito. Assim como destaca Carvalho *et al* (2012, p.159), a utilização dessas metas impacta diretamente outras variáveis que não estão diretamente ligadas a política monetária. Logo, por meio das metas, pode-se influenciar o custo de oportunidade do dinheiro ou impactar diretamente o nível dos gastos dos agentes. Dessa forma, as autoridades monetárias procuram

influenciar os objetivos finais da política, já que estes últimos não podem ser afetados diretamente pela política monetária.

Como dito anteriormente, o órgão responsável pela condução da política monetária, no Brasil, é o Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (COPOM), instituído em 1996. Por meio de reuniões periódicas, os sete diretores da instituição e outros cinco chefes de departamento instituem as diretrizes que serão adotadas e fixam uma taxa de juros que será utilizada como meta para a taxa Selic (representa a taxa média dos financiamentos diários com lastro em títulos federais, amplamente utilizada pelo sistema financeiro como um todo). (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 161).

1.1.3 Novo Consenso Macroeconômico e Regime de Metas de Inflação (RMI)

O novo consenso macroeconômico é assinalado como a junção dos avanços da teoria econômica convencional nas últimas décadas (hipótese de expectativas racionais, noção de agentes representativos, existência de algum tipo de rigidez temporária nos preços, em um mundo de concorrência monopolista) e delega à política monetária o papel de protagonista da política econômica, deixando as outras políticas econômicas (fiscal, cambial e financeira) subordinadas a ela. Além disso, o novo consenso institui que uma taxa de inflação baixa e estável é condição indispensável para alcançar o crescimento econômico de longo prazo. Dessa forma, o Regime de Metas de Inflação é estabelecido como o melhor instrumento institucional para conduzir a política econômica, uma vez que o seu objetivo é estabilizar a inflação e minimizar as flutuações do produto. (DE PAULA; SARAIVA, 2015, p.21 -22).

Por conta de diversas crises financeiras e cambiais ocorridas no século XX, distintos países passaram a adotar o Regime de Metas de Inflação a fim de conduzirem as suas políticas monetárias, de forma que essa tendência mundial foi iniciada pela Nova Zelândia no ano de 1990. Além disso, as principais justificativas para a implementação desse regime recaía nos problemas deparados pelas autoridades monetárias em perseguir metas de agregados monetários, pressuposto teórico de que a política monetária seria incapaz de afetar variáveis reais da economia de forma duradoura e as dificuldades em se adotar um regime de câmbio fixo ou âncora cambial.

Segundo Neves e Oreiro (2008), o Regime de Metas de Inflação constitui-se no anúncio público, por parte Banco Central, de uma meta oficial para a taxa de inflação em um período de tempo. Dessa forma, a autoridade monetária assume o compromisso de utilizar os seus instrumentos de política monetária, principalmente a taxa de juros de curto prazo, a fim

de alcançar a meta previamente estabelecida. Além disso, o regime demanda confiança dos agentes a respeito da conduta adotada, uma vez que a desconfiança pode desancorar as expectativas de inflação futura. Logo, a reputação, transparência e a credibilidade do Banco Central torna-se de suma importância para o funcionamento adequado do regime de metas.

Segundo Pinho *et al* (2012, p. 394), o Regime de Metas de Inflação foi adotado no Brasil no ano de 1999, tendo como principais objetivos: 1) fixar as metas para a inflação com base em variações anuais de um índice de preços conhecido (IPCA); 2) designar o Conselho Monetário Nacional (CMN) como o órgão responsável pela definição das metas de inflação, sua faixa de tolerância e qual índice de preços a ser utilizado; 3) tornar o Banco Central o executor da política monetária, de forma que as metas possam ser atingidas; 4) demarcação de uma publicação trimestral com o nome de Relatório Trimestral de Inflação, que exibiria os objetivos e os instrumentos de política monetária utilizados pelo Banco Central, bem como os resultados obtidos de avaliações futuras de variáveis econômicas; 5) em caso de descumprimento das metas, o presidente do Banco Central deverá escrever uma carta aberta ao Ministro da Fazenda, explicando os motivos do não cumprimento das metas e quais medidas a serem adotadas a fim de conduzir a inflação de volta para o intervalo previamente estabelecido.

Portanto, o Regime de Metas de Inflação delega à política monetária a função de manter a taxa de inflação em um patamar baixo e estável propondo uma meta de crescimento para o índice de preços que varia (IPCA), no Brasil, sobre um intervalo (de 2%, 2,5% ou 1,5%, dependendo do período, acima ou baixo da meta central) assegurando certo grau de flexibilidade. Dessa forma, o Banco Central utiliza os seus instrumentos de política monetária, sendo o principal a taxa básica de juros (SELIC), a fim de manter a inflação do período dentro da meta estipulada pelo CMN. (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 140).

Segundo Modenesi (2005), o processo de adoção do Regime de Metas de Inflação deixou todos os outros objetivos das políticas econômicas subordinados ao objetivo central da meta de inflação. Em outras palavras, a fim de atingir a meta estabelecida pelo Banco Central, o Governo Federal precisou adequar todos os seus esforços com o propósito de se adequar ao novo regime de política econômica, até mesmo abrangendo o comportamento da política fiscal. Portanto, a existência de déficits fiscais poderia conduzir a uma situação de descontrole na emissão monetária e que, por sua vez, contribuiria para o aumento da inflação, tanto por meio de mecanismos de transmissão diretos como por meio do aumento das expectativas de inflação. Sendo assim, o processo de adoção desse regime demanda disciplina fiscal e coordenação entre as políticas macroeconômicas.

Dessa forma, o Novo Consenso Macroeconômico inverteu os papéis de relevância entre as políticas macroeconômicas, tornando a política monetária o instrumento de referência e delegando a política fiscal um papel de subordinação à política monetária. Portanto, instaurou-se o que viria a ser o regime de dominância monetária, ou seja, a predominância da política monetária sobre a política fiscal tema de interesse desse trabalho.

1.1.4 Regra de Taylor

Para se adequar a esse novo consenso macroeconômico, o Banco Central passou a utilizar a Regra de Taylor a fim de determinar a taxa de juros de curto prazo. A regra foi formulada pelo economista John Taylor em 1993 e relaciona inversamente a taxa de juros básica a desvios na inflação em relação à meta inflacionária, ao hiato do produto e à taxa de juros real de equilíbrio. Além disso, a Regra de Taylor descreve a operacionalização da política monetária sobre o Regime de Metas de Inflação e funciona como uma função de reação do Banco Central na determinação da taxa básica de juros de curto prazo. (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 162).

A formalização da Regra de Taylor é a seguinte:

$$i_t = \pi_t + g(y_t - y^*) + h(\pi_t - \pi^*) + r^f \quad (1)$$

Onde i_t representa a taxa de juros nominal de curto prazo; π_t representa a taxa de inflação do período; π^* representa a meta inflacionária estabelecida pela autoridade monetária; $(y_t - y^*)$ representa o desvio do PIB (produto) y_t com relação ao seu PIB (produto) potencial y^* ; r^f representa a estimativa da taxa real de juros de equilíbrio da economia; $g, h > 0$ são os parâmetros que medem a sensibilidade da taxa de juros, respectivamente, ao desvio do PIB com relação ao seu potencial e ao desvio da inflação com relação a sua meta. (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 162).

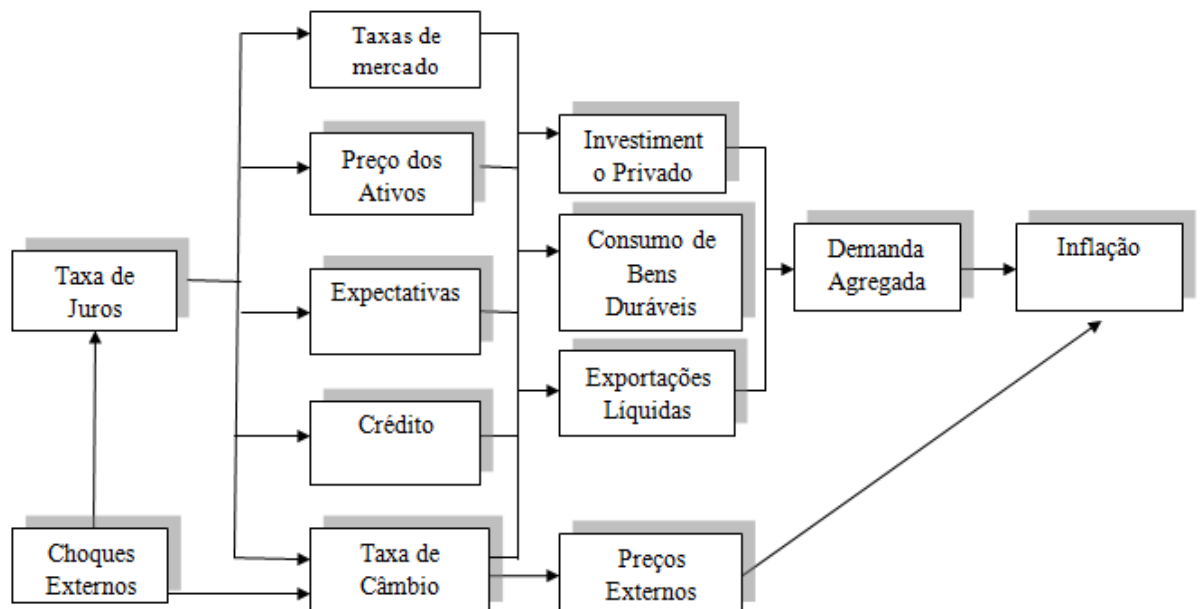
A fim de exemplificar o funcionamento da regra, temos a seguinte situação: Caso a inflação do período exceda a meta de inflação ou caso o produto real exceda o nível compatível com a taxa potencial do produto, o Banco Central deve elevar a taxa de juros. Essa operação acaba provocando uma redução no consumo, uma vez que influencia os custos e disponibilidade de crédito, impactando o nível de gastos dos agentes e reduzindo a inflação. (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 162).

Por outro lado, apesar de ser um bom guia de política monetária, a Regra de Taylor não deve ser utilizada de forma mecânica, como destaca o próprio autor. (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 163). Dessa forma, o Banco Central deve observar o comportamento de outras variáveis macroeconômicas relevantes a fim de determinar a taxa de juros. Por exemplo, choques temporários de grande proporção, como quebra de safras e aumento do preço do petróleo.

1.1.5 Canais de Transmissão da Política Monetária

Levando em conta o que foi exposto, a taxa básica de juros, ou seja, a taxa de juros do curto prazo, tem uma importância significativa para a condução da política monetária. Dessa forma, a fim de atender os objetivos de estabilização dos níveis de preço e do produto, o aumento ou redução da taxa de juros impacta diretamente a demanda agregada e, por conseguinte, impacta a inflação por meio dos seguintes canais de transmissão: preço dos ativos, taxa de câmbio, taxas de juros do mercado, disponibilidade de crédito no mercado e as expectativas do mercado. A figura 1 esboça os canais de transmissão da política monetária e sua influência sobre a inflação.

Figura 1 - Canais de transmissão da política monetária.



Fonte: Elaboração própria com base em Marcatti (2011).

A fim de elucidar o funcionamento dos canais de transmissão usaremos o exemplo de uma situação ao qual o Banco Central almeja realizar uma política monetária contracionista, com o intuito de reduzir a demanda agregada a fim de atingir a meta de inflação previamente estabelecida. Nessa circunstância, o Banco Central realiza um aumento da taxa básica de juros, como exemplificado anteriormente.

Barboza (2015) nos apresenta os principais canais de transmissão da política monetária, iniciando pelo canal do crédito. Tomando como base uma política contracionista, um aumento da taxa básica de juros costuma ser imediatamente transmitida para as taxas do mercado de créditos, tornando a captação de crédito ou o preço/custo dele mais oneroso no mercado privado. Dessa forma, os agentes tendem a não contraírem mais empréstimos, ou seja, mais dívidas e as firmas tendem a reduzir o seu nível de investimento visto que há expectativas de redução do consumo dos agentes. Dessa forma, o canal do crédito afeta a renda, visando controlar a inflação.

Em seguida, outro canal que recebe destaque é o canal das taxas de juros do mercado. Segundo Barboza (2015), embora esse canal apresente certa semelhança com o canal de crédito, esse se difere no sentido de que o canal do crédito refere-se ao aumento imediato dos juros que as instituições financeiras cobram das pessoas físicas e jurídicas, enquanto o canal das taxas de juros explica o impacto da taxa básica de juros, que é determinada no curto prazo, sobre toda a curva de juros da economia, sendo essa de suma importância para a escolha do investimento.

A curva de juros, ou curva de rendimentos, é um instrumento utilizado para expor a relação entre as taxas de juros que recaem sobre os contratos de dívida semelhantes, mas que apresentam maturidades distintas. (CARVALHO *et al.*, 2012, p. 199). Dessa forma, ela serve como referencial de como o mercado precifica o risco com o tempo. Logo, as mudanças incidentes na taxa básica de juros, por parte da política monetária, modificará a precificação do risco feita pelos agentes do mercado.

Outro canal que recebe influência direta do aumento da taxa básica de juros é o canal da taxa de câmbio. Esse canal age de maneira mais evidente em países de economia aberta, que possuem um regime de câmbio flutuante e que dispõem de livre movimentação de capitais. Dessa forma, levando em conta que tais condições sejam satisfeitas, a taxa de juros pode atuar sobre o volume de exportações líquidas (diferença entre o total de exportações e importações) ou sobre o preço dos bens comercializados no mercado interno e externo, ou seja, bens *tradeables*. Na primeira situação, caso haja um aumento da taxa básica de juros, pode ocorrer uma diferença entre a taxa interna e as externas. Logo, o aumento da taxa interna tende a

atrair capitais especulativos e valoriza a moeda doméstica perante a moeda estrangeira. Com o aumento da taxa de juros interna, os investimentos financeiros domésticos tornam-se mais atrativos que os investimentos financeiros estrangeiros, provocando esse fluxo especulativo de capitais para o país que possui a maior taxa de juros. Além disso, esse fluxo maior de capitais especulativos acaba aumentando a demanda pela moeda doméstica, levando a sua valorização perante a moeda estrangeira. Por outro lado, esse conjunto de fatores leva a uma redução das exportações líquidas. Pois, as mercadorias nacionais passam a ser mais caras quando comparadas com as mercadorias internacionais, perdendo competitividade no mercado internacional. Essa redução nas exportações líquidas tem influência direta sobre a renda e a inflação. Além disso, a valorização da moeda doméstica perante a moeda estrangeira também pode exercer influência no nível de preços da economia. Pois, em moeda doméstica, os preços de produtos importados (produtos finais ou matérias primas) ficam relativamente mais baratos, contribuindo para a queda do nível geral de preços da economia e estimula o consumo de bens importados (BARBOZA, 2015).

Prosseguindo a respeito dos canais de transmissão da política monetária, Barboza destaca que uma modificação da taxa de juros também pode influenciar as expectativas do mercado em relação à condução futura da economia. Dessa forma, uma alteração da taxa de juros poderia influenciar comportamentos, decisões de consumo e investimentos dos agentes econômicos. Segundo Barboza, dado uma taxa de juros mais alta, os agentes assumem que isso levará a uma inflação mais baixa. Logo, as expectativas de uma menor inflação são incorporadas aos salários, que possivelmente serão ajustados em níveis menores, colaborando para a queda do nível geral de preços da economia. Sendo assim, a taxa de juros acaba impactando a inflação por meio da formação de expectativas da mesma.

Por outro lado, por conta da incerteza intrínseca dos efeitos da política monetária e do futuro da economia, uma alteração da taxa de juros pode provocar resultados opostos aos almejados. De acordo com Sims (1991), pode ocorrer um fenômeno conhecido como *Price Puzzle* (situação na qual a taxa de juros e a inflação tem uma relação diretamente positiva). Nessa situação, é levado a crer que a autoridade responsável por conduzir a política monetária possui mais informação a respeito do futuro da economia do que o setor privado, de forma que esse setor interpreta a elevação da taxa de juros como uma indicação de aumento do nível de preços em um futuro breve. Dessa forma, os agentes antecipam aumentos nos preços de bens e serviços e fuga de capital. Isso indica que os agentes enxergam a elevação da taxa de juros como sinal de uma inflação mais alta no futuro, e não mais baixa.

Por fim, o último canal de transmissão destacado por Barboza é o canal do preço dos ativos. Esse canal exerce influência sobre os agentes econômicos por meio do efeito riqueza, que nada mais é do que o impacto sofrido pelo consumo em decorrência de uma mudança na riqueza originária da modificação da taxa de juros. Esse efeito ocorre porque o preço de um determinado ativo representa basicamente o valor presente esperado do fluxo de caixa que esse pode prover ao investidor. Dessa forma, um aumento da taxa de juros reflete num aumento da taxa de desconto de um determinado ativo, que induz a uma perda de riqueza para seu detentor, de forma que essa perda reduz o consumo presente.

1.2 Política Fiscal

A política fiscal é outro instrumento utilizado pelo governo a fim de influenciar o cenário macroeconômico. Essa política econômica é um o conjunto de medidas pelas quais o governo arrecada receitas e realiza despesas a fim de exercer três funções: a estabilização macroeconômica, a redistribuição da renda e a alocação de recursos. Dessa forma, o governo executa uma gestão das receitas e despesas públicas, que o permite promover gastos nas mais diversas esferas, afetando produto, emprego, nível de preços e compensando falhas de mercado (situações nas quais a alocação de bens e serviços, em um mercado livre, não se dá de maneira mais eficiente possível. Logo, essa má alocação resultará em uma perda de bem-estar social).

Segundo Carvalho (2009), ao promover a arrecadação de receitas e a realização de despesas, o governo atua diretamente sobre a demanda por meio de seus gastos, ou de forma indireta, por meio da cobrança de tributos sobre os agentes do setor privado. Deste modo, quanto mais elevados são os gastos executados pelo governo, maior será o nível de demanda que, por conseguinte, resultará em um aumento do produto. Por outro lado, a arrecadação do governo tem impacto direto na renda disponível que os indivíduos poderão destinar para o consumo e poupança. Logo, quando a arrecadação governamental aumenta, tem-se uma redução da renda disponível dos indivíduos, provocando em uma redução do consumo, que leva a uma redução do produto (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR, 2010).

Ainda a respeito da dinâmica entre impostos e gastos públicos, há de se destacar o endividamento interno e externo do Estado, bem como as operações e situações financeiras das entidades e organismos autônomos ou estatais nessa relação. Atentando para o fato que, estas estipulam qual o montante e como será feita a distribuição de investimentos e de consumo público como itens da despesa nacional. (MATIAS-PEREIRA, 2010).

Como dito anteriormente, os tributos arrecadados pelo governo têm como intuito provisionar os gastos públicos a fim de cumprir três funções principais. Segundo (Giambiagi, F.; Além, A.C., 2011), as três funções são:

1) Função estabilizadora: Perante situações de fraca demanda agregada, o governo pode utilizar a política fiscal com ferramenta de combater a recessão. Dessa forma, a atuação pode se dar por meio da participação direta dos gastos públicos, ou pela redução de impostos, aumentando a renda disponível do setor privado. Por outro lado, o governo pode promover um aumento da tributação, ou realizar cortes de gastos a fim de resfriar uma economia superaquecida, freando as pressões inflacionárias promovidas pelo alto consumo.

2) Função distributiva (redistribuição de renda): Diante de uma situação de livre mercado, pode-se ter como resultado uma distribuição de riqueza considerada injusta pelo ponto de vista social e, além disso, provavelmente causadora de externalidades negativas, como evasão escolar e aumento da criminalidade, por exemplo. Deste modo, por meio da política fiscal, o governo pode promover ações a fim de tornar a sociedade mais igualitária, economicamente falando. As principais formas de promover uma alocação de renda distribuída utilizadas pelo governo são: arrecadação de impostos (políticas sociais voltadas para as classes menos favorecidas), as transferências diretas (renda mínima) e os subsídios (estimulo a geração de novos empregos).

3) Função alocativa de recursos: Em determinadas situações, a iniciativa privada não tem incentivos para ofertar uma cesta de bens/serviços condizente com as demandas/preferências dos consumidores de uma sociedade. Dessa forma, cabe ao governo à obrigação de prover o acesso aos bens públicos e a prestação de serviços públicos. Por conta da indispensabilidade do uso de um determinado bem ou serviço, e a ocorrência do problema do “carona” inerente do rateio voluntário, o governo estabelece o bem ou serviço a ser oferecido ao público, bem como a quantidade a ser ofertada, e cobra uma contribuição compulsória distribuída pela população, relativa aos custos da provisão desse bem ou serviço.

Os efeitos da política fiscal na economia acendem alguns debates relacionados ao seu papel e de como deve ser a sua atuação na economia. Além disso, a política fiscal adotada deve levar em consideração os objetivos que cada governo pretende alcançar e da situação econômica em que cada nação se encontra. Esse debate pode ser dividido em duas perspectivas distintas: de um lado encontram-se os adeptos do Novo Consenso Macroeconômico, que defendem que a política fiscal deve ser utilizada com o intuito de assegurar a sustentabilidade da dívida pública e garantir a estabilidade de variáveis como o nível de preços e as taxas de juros. Do outro lado, encontram-se os adeptos da linha de

pensamento da Teoria das Finanças Funcionais, que defendem que a política fiscal pode ser utilizada para fechar um hiato do produto independentemente da atual relação dívida/PIB e posição fiscal (JAYADEV; MASON, 2018).

No tocante a primeira vertente de pensamento citada, os adeptos do Novo Consenso Macroeconômico argumentam que o papel da política fiscal é assegurar a sustentabilidade temporal da dívida pública a fim de garantir o bom funcionamento da política monetária. Em outras palavras, ficou a cargo da política fiscal a responsabilidade de gerir as finanças do Estado de forma adequada, promovendo um ambiente fiscal estável, equilibrado e temporalmente sustentável a fim de não acender desconfianças dos agentes econômicos e não desestabilizar o sistema por meio de alterações das variáveis de inflação, taxa de juros e câmbio. Dessa forma, há uma sinalização para o mercado de que não há riscos de *default* e esse ambiente fiscal mais estável influencia positivamente as expectativas dos agentes, levando ao aumento de investimentos e, conseqüentemente, aumento da taxa de crescimento do país.

Na visão dos adeptos do Novo Consenso Macroeconômico, a atuação da política fiscal de forma mais participativa só é considerada adequada em situações de crise, de forma a política fiscal possa ser utilizada a fim de suavizar o ciclo econômico. Tal medida ocorre por meio de estabilizadores automáticos, logo, as medidas discricionárias são deixadas de lado, pois, são consideradas intertemporalmente inconsistentes e de pouca efetividade perante a percepção dos agentes. Portanto, em momentos de crise com alta taxa de desemprego, estes mecanismos, restritos e previstos institucionalmente, são acionados a fim de amenizam o ciclo. Isto posto, os eventuais déficits, resultantes do aumento de gastos/redução de tributos aguardados em situações como esta, são revertidos com a recuperação econômica, resguardando o equilíbrio orçamentário no transcorrer do ciclo e a credibilidade da política monetária (TAYLOR, 2000).

Deste modo, surge à adoção de fórmulas com o intuito de assegurar a sustentabilidade temporal da dívida pública, com a fixação de limites para a mesma em relação ao produto interno bruto (PIB) e a implementação de regras fiscais, como forma de controlar os resultados orçamentários, seja qual for a força política no poder do país. Além disso, caso os governos não se enquadrem nos limites preestabelecidos, é exigido desses governos que contenham os seus gastos, gerem superávits fiscais e reequilibrem as suas contas a fim de evitar reações do mercado, como aumento dos riscos e dos prêmios (juros) de seus empréstimos. Assim, o tema da disciplina e austeridade fiscal adquiriu certo protagonismo na condução da política fiscal, subordinando-a a política monetária a fim de assegurar a

estabilidade macroeconômica, que se tornará foco central da política econômica (DE OLIVEIRA; LOPREATO, 2021).

Para o caso brasileiro, pode-se destacar como exemplos de regras fiscais implementadas a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101, de 2000) (LRF), Regra de Ouro e Emenda Constitucional do Teto de Gastos Públicos. A LRF institui limites para os gastos com pessoal e para a dívida consolidada, bem como institui metas de resultado primário. Já a regra de ouro, proíbe a realização de operações de créditos que ultrapassem o montante das despesas de capital. Por sua vez, o teto de gastos impõe um limite para o crescimento das despesas federais (INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE, 2018).

Com relação a segunda vertente de pensamento citada, a abordagem da Teoria das Finanças Funcionais, tanto a política fiscal quanto a monetária deveriam ser analisadas unicamente em função dos seus resultados econômicos e não em preceitos baseados em “Finanças Saudáveis”, ou seja, a ideia de que os governos deveriam buscar o equilíbrio orçamentário e restringir o aumento da dívida pública. De acordo com os adeptos dessa abordagem, a expansão dos gastos e, conseqüente déficit público, seria empregado para estimular a economia a utilizar o máximo de seus recursos produtivos, de forma a não causar pressões no comportamento do nível de preços (MONTES; ALVES, 2012).

Segundo Abba Lerner, um dos principais expoentes da Teoria das Finanças Funcionais, o governo deveria promover um ajuste nos seus gastos e na sua cobrança de impostos de modo que: o gasto total na economia fosse o suficiente para alcançar o nível de produção de pleno emprego a preços correntes (LERNER, 1943, P.40).

Dessa forma, ao invés de receitar equilíbrio orçamentário e contenção dos gastos, Lerner prescrevia o seguinte: Em primeiro lugar, deveria ser feito um ajuste do dispêndio total por todos os participantes da economia, incluindo o governo, a fim de extinguir tanto o desemprego quanto a inflação. Assim, o governo expandiria os seus gastos em períodos que o dispêndio total seria muito baixo e utilizaria a tributação, de forma mais exacerbada, em períodos que o dispêndio total fosse muito alto; em segundo lugar, seria promovido um ajuste da quantidade de moeda e de títulos governamentais em poder do público, por meio da captação de empréstimos ou liquidação de dívida, a fim de deixar a taxa de juros num patamar em que o investimento se torne atrativo; e, em terceiro lugar, promover a impressão, estocagem ou destruição de moeda ao passo que for necessário a fim de implementar as duas primeiras etapas do processo (LERNER, 1943, p. 41 apud WRAY, 2003, p. 96).

Assim sendo, segundo essa abordagem, para que o governo efetue os gastos necessário para fechar o hiato do produto sem depender da razão dívida/PIB, a autoridade monetária deveria manter a taxa de juros em um patamar baixo. Nessa situação, a fim de evitar pressões inflacionárias, o saldo fiscal do governo é definido em qualquer nível compatível com a estabilidade de preços. Portanto, para se evitar um aumento da inflação, o equilíbrio fiscal do governo deveria se deslocar para um superávit (JAYADEV; MASON, 2018).

1.2.1 Conceitos básicos sobre Déficit e Dívida Pública

A fim de entendermos as relações econômicas provenientes da formação de déficits públicos e do processo de endividamento, é imprescindível expor os principais conceitos e métricas utilizadas, pelo governo e pelo mercado, para acompanhar as contas públicas e auferir os resultados da política fiscal.

Os resultados da política fiscal, em termos numéricos, podem ser examinados por meio dos fluxos ou dos estoques. Os indicadores de fluxo são representados pelo resultado primário e pelo resultado nominal. O resultado primário nada mais é do que a cômputo da diferença entre receitas primárias e despesas primárias. Por sua vez, o resultado nominal, é representado pelo resultado primário acrescido do pagamento líquido de juros. Logo, quando as receitas superam as despesas, em um dado período, fala-se que o Governo apresenta um superávit fiscal; em contrapartida, caso as despesas superem as receitas, o Governo apresentará um déficit fiscal (BRASIL, acesso em 2022).

A análise fiscal por meio dos fluxos é calculada pelo critério denominado “acima da linha”. Segundo Giambiagi e Além (2011) e Rezende (2011), o critério “acima da linha” mede o déficit/superávit com base na execução orçamentária das entidades que o geram, ou seja, diretamente das receitas e despesa. Além disso, a análise fiscal utilizando o critério “acima da linha” é apurada pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Os conceitos analisados por meio do critério “acima da linha” estão destacados de acordo com o Quadro 1.

Quadro 1 - Critério "acima da linha"

| Conceito | Definição |
|--------------------------------------|--|
| Déficit Primário/Superávit Primário. | Gastos/Receitas não financeiros (as) menos as receitas/gastos não financeiros (os) (Exclui do déficit/superávit nominal o pagamento dos juros e amortizações da dívida pública, entre outras despesas e receitas financeiras). |
| Déficit Nominal/Superávit Nominal. | Gastos/Receitas totais menos receitas/gastos totais. |
| Déficit/Superávit Operacional. | Somatório do déficit/superávit primário acrescido do pagamento de juros reais. (Esta medida exclui o cálculo do pagamento dos juros nominais da dívida pública e os efeitos da correção monetária). |

Fonte: Elaboração própria com base em Rezende (2011).

Os indicadores de estoque nada mais são do que o resultado do fluxo com diferentes perspectivas, sendo enfocada a forma como o déficit foi financiado. Dessa forma, os indicadores de estoque são representados pela dívida pública líquida e pela dívida pública bruta (BRASIL, acesso em 2022).

A dívida líquida do setor público (DLSP) abrange a consolidação de obrigações e ativos financeiros de todo o setor público, não financeiro por definição, incluindo a administração direta, as autarquias e as fundações do governo federal, dos governos estaduais e municipais, além do Banco Central do Brasil e as estatais do setor produtivo. Logo, trata-se de um balanço do setor público não financeiro em relação aos agentes do setor privado e do setor financeiro (GOBETTI; SCHETTINI, 2010).

Por outro lado, a dívida bruta é um indicador que contabiliza apenas os passivos que estejam sob responsabilidade dos governos federal, estaduais e municipais. Por conta de uma particularidade institucional do Brasil, os títulos públicos emitidos para fins de política monetária são originários do Tesouro Nacional e, por conseguinte, integram o cálculo da dívida bruta do governo geral – o que não ocorre em países nos quais a emissão está a cargo do Banco Central (GOBETTI; SCHETTINI, 2010).

A variação do estoque é chamada de necessidade de financiamento do setor público (NFSP) e pode ser apurada tanto em termos de dívida bruta, sendo o resultado da apuração nominal, quanto em termos de dívida líquida, sendo a bruta decrescida dos créditos. A NFSP representa o total de recursos que o setor público consolidado não financeiro necessita captar junto ao setor público financeiro, ao setor privado e o resto do mundo a fim de sanar um problema ocorrido com os seus gastos, por conta da insuficiência de suas receitas fiscais (BRASIL, acesso em 2022).

A análise fiscal dos estoques é calculada pelo critério denominado “abaixo da linha”. Segundo esse critério, o resultado fiscal do setor público é mensurado por meio da variação do estoque do endividamento líquido do setor público não financeiro, isto é, pelo lado do financiamento concedido pelo sistema financeiro e pelos setores privado e externo ao setor público não financeiro (BACEN, 2018).

No Brasil, o critério “abaixo da linha” é apurado pelo Banco Central do Brasil a fim de medir as variações no valor do endividamento público. Entretanto, ao utilizar esse critério, não é possível auferir quais os fatores que levaram ao resultado apurado no período. Dessa forma, é necessário analisar as receitas e despesas do setor público, por meio do critério “acima da linha”, para chegar ao resultado do período, bem como conhecer os fatores que levaram a esse resultado (BACEN, 2018).

A princípio, os critérios “acima da linha” e “abaixo da linha” são equivalentes e deveriam apresentar os mesmos resultados. Porém, por conta de assimetrias estatísticas específicas, como por exemplo, abrangência e/ou período de compilação, podem ocorrer divergências em relação ao resultado apurado (BACEN, 2018).

Os principais conceitos analisados por meio do critério “abaixo da linha” estão destacados de acordo com o Quadro 2.

Quadro 2 - Critério "abaixo da linha"

| Conceito | Definição |
|--|---|
| Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). | É a soma da dívida interna e externa do setor público junto ao setor privado. Nesta métrica, incluem-se as obrigações mobiliárias e contratuais, os compulsórios, as operações compromissadas e a base monetária. Além disso, são deduzidos os ativos financeiros do setor público (créditos junto ao setor público e privado e valores das privatizações) e as reservas internacionais. É importante destacar que, no caso brasileiro, diferentemente de outros países, o conceito de dívida líquida reconhece os ativos e os passivos financeiros do Banco Central, incluindo, dentre outros itens, as reservas internacionais (ativo) e a base monetária (passivo) (DE MEDEIROS; SILVA, 2009). |
| Ajustes Patrimoniais. | Esse conceito engloba os passivos contingentes já reconhecidos e contabilizados do governo (chamados de “esqueletos”), os resultados das privatizações e outros componentes que influenciam o estoque da dívida no período analisado, mas que não representam fluxos oriundos de esforço fiscal, como por exemplo, ajustes metodológicos sobre a dívida externa (DE MEDEIROS; SILVA, 2009). |
| Dívida Fiscal Líquida (DFL). | É representado pela diferença entre a DLSP e os itens que compõe os ajustes patrimoniais. |
| Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP). | Corresponde à diferença entre receitas e despesas nominais no período, incluindo as receitas e despesas financeiras. Logo, esse conceito representa o resultado nominal do setor público (déficit ou superávit nominais) citado no critério “acima da linha”. Além disso, no caso brasileiro, o resultado nominal é calculado com base na variação da DFL entre dois períodos de tempo (DE MEDEIROS; SILVA, 2009). |
| Necessidade de Financiamento do setor Público no conceito operacional. | Neste conceito, a correção monetária (efeito inflacionário) e a correção cambial que, incidem sobre a DFL, são excluídas das necessidades de financiamento nominais. Além disso, esse conceito pode corresponder ao critério de déficit operacional exposto no critério “acima da linha”. |
| Necessidade de Financiamento do Setor Público no conceito primário. | Neste conceito, o pagamento de juros nominais que incide sobre a DFL é excluído das necessidades de financiamento nominais. Seu correspondente pelo critério “acima da linha” é o déficit primário. |

Fonte: Elaboração própria com base em Rezende (2011) e De Medeiros e Silva (2009).

A Dívida Pública Federal (DPF) é a dívida contraída pelo Tesouro Nacional a fim de financiar o déficit orçamentário do Governo Federal, incluindo o refinanciamento da própria dívida, bem como gastos para realizar operações distintas definidas em lei (BRASIL, acesso em 2022).

Segundo Giambiagi e Além (2011), a dívida pública é expressa como porcentagem do PIB e não em termos de valores absolutos. Deste modo, a dívida pública pode caracterizar-se como um indicador que confronta o endividamento público com a capacidade de pagamento desse governo. Portanto, a relação dívida/PIB constituísse como um dos principais indicadores de sustentabilidade fiscal. Além disso, a política fiscal é definida como sendo sustentável quando essa relação é mantida constante (ROCHA, 2005).

Com relação às formas de financiamento do déficit e da dívida pública, de acordo com Giambiagi e Além (2011), a arrecadação tributária se constitui como a principal fonte de receita do governo brasileiro. Além disso, o total de impostos recolhidos no Brasil corresponde à carga tributária bruta, de tal modo que ao deduzir as transferências governamentais (subsídios, juros sobre a dívida pública e dispêndios com previdência social e assistência social) da carga tributária bruta, obtém-se a carga tributária líquida, a qual o governo poderá financiar seus dispêndios correntes (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR, 2010).

Por outro lado, segundo Gremaud, Vasconcellos e Toneto Jr (2010), em momentos de baixa arrecadação de impostos ou quando a arrecadação não é suficiente para fazer frente aos dispêndios do governo, há duas formas de financiar esse déficit público, sendo por meio da venda de títulos públicos ao Banco Central; ou por meio da venda de títulos públicos ao setor privado. Em ambas as situações verifica-se o endividamento do Tesouro Nacional. Entretanto, caso o Banco Central adquira tais títulos públicos, ocorrerá uma expansão monetária, com o intuito de monetizar a dívida pública. Em contrapartida, caso o financiamento seja por meio da venda de títulos públicos ao setor privado, apenas ocorrerá à transferência da poupança do setor privado para o setor público.

Além da venda de títulos públicos, emissão monetária e tributação, segundo Riane (1997), o governo também pode recorrer à captação de empréstimos bancários, tanto internos quanto externos, a fim de sanar o seu problema de caixa. Dessa forma, cada uma dessas opções de financiamento citadas promoverão efeitos distintos sobre as atividades econômicas do país.

Entretanto, tais formas de financiamento do déficit e dívida pública podem apresentar sérios problemas. Ao se utilizar a tributação de forma exagerada, há a ocorrência de efeitos friccionais, ou seja, à medida que a alíquota tributária se eleva, a partir de um determinado ponto, a arrecadação tributária do governo começa a cair ao invés de aumentar. Tal situação é descrito por meio da Curva de Laffer (MUSGRAVE, 1976).

Além disso, o aumento de empréstimos ou emissão de títulos pode apresentar outro problema para o endividamento público. Ao expandir uma dessas duas formas de financiamento, surge o problema dos recursos destinados à rolagem da dívida, ou seja, quanto maior for o estoque da dívida pública, maior será o dispêndio com juros sobre ela. Com relação ao déficit público, pode-se decompor o déficit primário acrescido dos juros incidentes sobre a dívida, de forma que a relação entre o estoque de moeda e o PIB permaneça constante, a estabilidade da dívida pública em relação ao PIB dependerá dos superávits primários do governo em montante suficiente para equilibrar a diferença entre a taxa de juros que incide sobre a dívida pública e a taxa de crescimento do PIB (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR, 2010).

No presente momento, dentre as opções disponíveis, o governo brasileiro utiliza duas formas de financiar seus déficits, a forma contratual, por meio de contratos com organismos multilaterais e bancos, e a forma mobiliária, por meio da emissão de títulos públicos. Segundo o Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central, a dívida mobiliária federal constitui a maior parte do endividamento público. Além disso, a dívida também pode ser classificada como interna (Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi) ou externa (Dívida Pública Federal externa - DPFe), dependendo da moeda em que ocorrem seus fluxos de recebimento e pagamento (BRASIL, acesso em 2022).

1.2.2 Restrição Orçamentária do Governo

Da mesma forma que os agentes econômicos se defrontam com uma restrição em sua capacidade de endividamento, o governo também passa pela mesma situação. Tal restrição é conhecida como restrição orçamentária governamental. Dessa forma, caso o governo apresente um déficit em suas contas, ou seja, se o gasto público for superior às receitas arrecadadas, o mesmo deverá obter os recursos necessários a fim de cobrir esse dispêndio excedente.

Em um cenário no qual a política fiscal adotada pelo governo apresenta sucessivos déficits fiscais de forma persistente, observa-se o acúmulo da dívida pública e, essa acumulação, do ponto de vista da sustentabilidade fiscal, resulta em dois problemas para o governo. O primeiro tem relação direta com o comprometimento do governo em evidenciar que possui garantias para quitar as suas dívidas, ou seja, está relacionado à capacidade de tributação do governo ou a credibilidade de captar recursos por meio de novos financiamentos, que tendem a ter uma taxa de juros mais elevada. O segundo problema sugere que, à medida que os déficits são acumulados e as taxas de juros se elevam, os credores

começam a questionar se o governo tem capacidade de honrar os seus compromissos ou se está implementando um esquema *Ponzi*. Segundo esse esquema, o governo estaria aumentando o seu endividamento futuro a fim de quitar o endividamento atual. Portanto, o governo estaria rolando sua dívida de forma indefinida (LUPORINI, 2006).

Antes de apresentar a restrição orçamentária, é necessário diferenciar as palavras “dívida” e “déficit”. A dívida é um estoque, ou seja, o que o governo deve em decorrência de déficits passados. Já o déficit, representa um fluxo, ou seja, o quanto o governo toma emprestado em um determinado ano (BLANCHARD, 2011, p. 502). Portanto, a dívida pública no período t é representada por D_t , enquanto o déficit é dado pela variação da dívida pública entre dois períodos, $t-1$ e t , logo, $Déficit_t = D_t - D_{t-1}$.

Portanto, pode-se encontrar a restrição orçamentária do governo considerando um horizonte de dois períodos discretos e consecutivos, onde todas as variáveis estão em termos nominais, dada por:

$$i_{t-1}D_{t-1} + G_t = T_t + (D_t - D_{t-1}) + (M_t - M_{t-1}) \quad (2)$$

Onde D_{t-1} representa o valor do estoque da dívida pública em mercado no final do ano $t - 1$; i_{t-1} representa a taxa de juros; G_t representa os dispêndios do governo com a provisão de bens e serviços no ano t ; T_t representa os impostos recolhidos pelo governo deduzido das transferências no ano t ; $\Delta M_t = (M_t - M_{t-1})$ representa a variação no estoque de moeda, ou também denominada de senhoriagem. Portanto, a interpretação da restrição orçamentária do governo é a seguinte: Considerando que as principais despesas do governo, no período t , sejam representadas pela despesa com encargos financeiros do período anterior ($i_{t-1}D_{t-1}$) e os dispêndios com o provisionamento de bens e serviços gerais (G_t), as despesas totais deverão ser quitadas por meio dos impostos recolhidos (T_t), captação de recursos com o setor privado ($D_t - D_{t-1}$) ou por meio da variação da base monetária, também conhecida como senhoriagem $\Delta M_t = (M_t - M_{t-1})$ (CONTESSI, 2012).

Assim, de acordo com a equação (2), o governo recorrerá ao financiamento via endividamento e senhoriagem quando $i_{t-1}D_{t-1} + G_t > T_t$. De outra maneira, o governo se endividará quando os seus gastos totais superarem suas receitas totais, ou seja, estiver em déficit nominal. Por conta desse resultado que a dívida é definida como o valor acumulado (estoque) dos déficits nominais passados e atuais (fluxo) promovidos pelo governo.

A fim de fazer uma rápida análise, a variação da base monetária foi vinculada com a receita governamental numa única variável que continuará a ser denominada de T_t . Além disso, considere $B_t = G_t - T_t$ como o resultado primário. Pelo fato do estoque da dívida do período $t-1$ estar atrelada a taxa de juros, caso o resultado primário do governo seja zero, o estoque da dívida no período $t + 1$ crescerá a uma taxa igual à taxa de juros, pois, $Déficit_t = i_{t-1}D_{t-1}$. Partindo para outro cenário, caso o governo apresente um déficit primário ($G_t > T_t$), o estoque da dívida no período $t + 1$ crescerá a uma taxa superior a taxa de juros. Por outro lado, caso o governo apresente um superávit primário ($T_t > G_t$), o estoque de dívida no período $t + 1$ crescerá a uma taxa inferior a taxa de juros.

Portanto, caso o governo possua um déficit no presente, isso significa que o mesmo deverá aumentar consideravelmente as suas receitas no futuro a fim de pagar a dívida existente mais os gastos futuros. Dessa forma, o governo deverá produzir futuramente um superávit primário apropriado para estabilizar a dívida. Em um panorama de sucessivos déficits ao longo dos períodos, a trajetória da dívida só será considerada sustentável caso exista a perspectiva, por parte dos agentes, que o governo promoverá um superávit satisfatoriamente volumoso no futuro (BLANCHARD, 2011, p.506).

Rearranjando a equação (2), isolando D_t e considerando B_t como o resultado primário do governo, tem-se a restrição orçamentária da seguinte forma:

$$D_t = -B_t + (1 + i_{t-1})D_{t-1} - \Delta M_t \quad (3)$$

Ao dividir a equação (3) pelo PIB nominal $P_t Y_t$, considerando $g_t = \frac{\Delta Y_t}{Y_{t-1}}$ como taxa de crescimento no período e $\pi_t = \frac{\Delta \pi_t}{\pi_{t-1}}$ como taxa de inflação no período, temos:

$$\frac{D_t}{P_t Y_t} = -\frac{B_t}{P_t Y_t} + \frac{(1 + i_{t-1})}{P_t Y_t} D_{t-1} - \frac{\Delta M_t}{P_t Y_t}$$

$$\frac{D_t}{P_t Y_t} = -\frac{B_t}{P_t Y_t} + \frac{(1 + i_{t-1})D_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} \cdot \frac{P_{t-1} Y_{t-1}}{P_t Y_t} - \frac{\Delta M_t}{P_t Y_t}$$

Considerando a decomposição da taxa de juro em termos reais como $(1 + i_{t-1}) = (1 + r_t)(1 + \pi_t)$ e simplificando a equação encontrada acima, temos:

$$d_t = \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - b_t - s_t \quad (4)$$

Portanto, a equação (4) representa a dinâmica da dívida do governo. Sua interpretação é a seguinte: a dívida atual do governo é representada pela dívida do período anterior capitalizada pelo diferencial entre o juro real e o crescimento do produto, somada ao resultado primário e a senhoriagem real.

Vale ainda destacar que a restrição orçamentária do governo pode ser visualizada interporalmente. Assim sendo, aplicando a análise *Forward Looking* na equação (4), tem-se a dívida atual em função da expectativa futura das demais variáveis da equação. Isolando a dívida do período anterior e substituindo d_{t-1} por $d_{L,t}$ e d_t por $d_{L,t+1}$, temos:

$$d_{L,t} = \frac{(1+g_{Y,t+1}^e)}{(1+r_{L,t+1}^e)} (b_{P,t+1}^e + s_{P,t+1}^e + d_{L,t+1}^e) \quad (5)$$

Assim, a dívida atual do governo é representada como o valor presente da expectativa do resultado primário, senhoriagem e dívida futura descontada pelo diferencial entre juro real e crescimento do produto esperados.

De forma que a equação intertemporal pra N períodos em que $g_{Y,t+j}^e$ e $r_{L,t+j}^e$ podem se modificar ao longo do tempo é dada por:

$$d_{L,t} = \sum_{j=1}^N \left[\prod_{j=1}^N \left(\frac{1+g_{Y,t+j}^e}{1+r_{L,t+j}^e} \right) \right] (b_{P,t+j}^e + s_{P,t+j}^e) + \prod_{j=1}^N \left(\frac{1+g_{Y,t+j}^e}{1+r_{L,t+j}^e} \right) d_{L,t+N}^e \quad (6)$$

A fim de simplificar a notação, foi considerada a expectativa média de taxa de juro, crescimento real do produto, resultado primário e senhoriagem, neste caso:

$$d_{L,t} = \sum_{j=1}^N \left(\frac{1+\tilde{g}_Y^e}{1+\tilde{r}_L^e} \right)^j (\tilde{b}_P^e + \tilde{s}_P^e) + \left(\frac{1+\tilde{g}_Y^e}{1+\tilde{r}_L^e} \right)^N d_{L,t+N}^e \quad (7)$$

Portanto a dívida corresponde ao somatório do valor presente dos resultados primários e senhoriagem esperada até o período N, somado ao valor presente da dívida no período N, para qualquer N.

1.2.3 Equilíbrio Intertemporal do Governo

Tendo como base a equação (7), caso $\tilde{r}_L^e > \tilde{g}_Y^e$ e que $d_{L,t+N}^e$ seja finito, a medida que $N \rightarrow \infty$, o último termo da direita tende a zero e o limite da equação (7) tende a:

$$d_{L,t} = (\tilde{b}_P^e + \tilde{s}_P^e) + \left(\frac{1 + \tilde{g}_Y^e}{\tilde{r}_L^e - \tilde{g}_Y^e} \right) \quad (8)$$

Assim, pode-se interpretar a equação (8) da seguinte forma: dadas as expectativas de crescimento e juro, quanto maior for a dívida atual, maior será o esforço fiscal esperado para o futuro. Dessa forma, a fim de conquistar tal superávit, o governo precisaria conter os seus gastos e adotar uma política fiscal mais austera. Porém, ao adotar tal política, a sociedade acabaria arcando com altos custos (redução de investimentos e auxílios governamentais para a população) o que poderia gerar uma recessão.

Caso o governo não optasse pelo ajuste fiscal, outra possibilidade seria recorrer à emissão monetária e desfrutar do ganho financeiro proveniente da senhoriagem. A senhoriagem seria uma maneira de o governo fazer frente aos seus dispêndios em momentos de escassez de receitas. Dessa forma, o governo financia os seus gastos por meio da expansão monetária. Porém, a ampliação da base monetária pode resultar no aumento da inflação. A prática da senhoriagem com o intuito de financiar o déficit público caracteriza o regime de dominância fiscal. Pois, nessa situação, é a autoridade fiscal que determina quantidade de moeda que será emitida, fazendo com que a autoridade monetária perca o controle da inflação.

Outra possibilidade seria o governo não promover nenhum esforço fiscal adicional e manter os constantes déficits. Porém, nessa situação, isso colaboraria para o crescimento da dívida pública, gerando desconfiança dos agentes que, provavelmente, exigiriam maiores retornos sobre os títulos ou retirariam seus recursos do país. Dessa forma, com uma maior taxa de juros, o coeficiente de endividamento se elevaria, gerando um ciclo vicioso que poderia levar a um *default*.

Nesse sentido, manter a relação dívida/PIB é fundamental para garantir a sustentabilidade da política fiscal. Logo, quanto maior a relação dívida/PIB, maior é a possibilidade de cair nessa dinâmica. Dessa forma, mesmo que a possibilidade de *default* seja contestável, poderia se tornar autorrealizável. À medida que os juros crescessem, tal acontecimento poderia levar o governo a perder o controle do seu orçamento, resultando no aumento da dívida para um patamar insustentável, resultando nos calote (BLANCHARD, 2011, p. 512).

Por fim, após a apresentação do referencial teórico a respeito das políticas fiscal e monetária, constata-se que ambos os instrumentos de política macroeconômica perseguem objetivos distintos. Enquanto a política monetária, pautada no sistema de metas de inflação, utiliza os seus instrumentos a fim de promover a estabilidade do nível de preços da economia - a política fiscal compromete-se com a manutenção de um superávit primário – sinalizando um bom gerenciamento de suas contas públicas e indicando que honrará os seus compromissos com terceiros por meio do pagamento dos juros da dívida pública, e, portanto, garantindo a credibilidade da política fiscal. Dessa forma, ao garantir a credibilidade da política fiscal, essa garante o bom funcionamento da política monetária.

Portanto, surge uma inter-relação entre as políticas macroeconômicas na qual uma afeta a outra, ou melhor, uma se sobrepõe a outra. Além disso, a equação orçamentária do governo inicia a discussão dos tópicos de regime de dominância monetária e fiscal, bem como Teoria Fiscal do Nível Preço, que serão abordados no próximo capítulo.

2 INTERAÇÕES ENTRE A POLÍTICA MONETÁRIA E A POLÍTICA FISCAL

Apesar da política monetária e fiscal utilizarem diferentes instrumentos a fim de alcançarem objetivos distintos, acaba influenciando de maneira direta ou indireta as variáveis finais uma da outra. Portanto, as ações tomadas pelas autoridades fiscal e monetária podem vir a se comportar de maneira adversa, promovendo resultados conflitantes, como por exemplo quando a autoridade monetária resolve aumentar a taxa básica de juros a fim de estabilizar o nível de preços, porém, acaba provocando um aumento da dívida pública caso essa tenha uma parcela significativa indexada à taxa básica de juros. Logo, é de suma importância que ambas as políticas estejam bem coordenadas a fim de garantir um bom resultado.

Na literatura, a origem do debate a respeito da coordenação entre a política fiscal e a monetária reside na distinção entre dois regimes: os regimes ricardianos e os regimes não-ricardianos. Em um regime de equivalência ricardiana, defende-se a ideia de neutralidade do déficit público. Dessa forma, caso o governo adote uma política de aumento dos gastos públicos ou de corte de tributos correntes, isso provocaria um déficit orçamentário que seria compensado pelo aumento de tributos em períodos posteriores.

Segundo Barro (1989), a política de aumento de gastos ou de corte de tributos correntes, provocando um déficit orçamentário, levaria os agentes a pouparem hoje por conta da expectativa de maiores tributos a serem cobrados no futuro. Esse aumento de tributos no

vindouro teria o mesmo valor presente dos cortes iniciais. Logo, a política fiscal não impactaria a demanda agregada e nem a inflação.

De outra forma, em um regime de equivalência ricardiana, o déficit orçamentário provocado pela redução das receitas tributárias (redução da poupança do governo) é considerado irrelevante. Pois, o déficit orçamentário atual leva a um aumento compensatório na poupança privada que, no futuro, será utilizada como fonte do aumento da carga tributária. (BARRO, 1989, p.39). Assim sendo, a ideia transmitida pela teoria da equivalência ricardiana aponta que o governo consegue se endividar sem provocar efeitos no nível de preços e na atividade econômica, isto é, ele consegue emitir dívidas em termos reais de forma que ela não aumentará no futuro.

Além disso, caso a economia de um país apresente uma política fiscal com as características do regime ricardiano, significa dizer que os componentes do orçamento do governo se ajustarão para qualquer nível de preço, de forma que a política fiscal não afete os preços e a atividade econômica. Dessa forma, determina-se que, em regimes ricardianos, o orçamento acaba impondo uma restrição ao governo, pois ele precisará ajustar as suas receitas e seus gastos conforme o valor esperado dos superávits ou déficits futuros. Assim, o governo conseguirá respeitar a sua restrição orçamentária intertemporal e mantê-la estável.¹

Portanto, a política monetária atuaria com o intuito de garantir o controle e estabilidade do nível de preços. Enquanto a política fiscal, de forma explícita ou implícita, ajustaria o superávit primário a fim de assegurar a solvência do governo para qualquer nível de preços. Além disso, a equação orçamentária intertemporal do governo é vista como uma restrição.

Observa-se que em um regime ricardiano, pautado no arcabouço teórico monetarista, a adoção de uma política monetária independente é imprescindível e suficiente para garantir uma inflação baixa e estável. Portanto, a autoridade monetária, na figura de um banco central independente, deverá submeter a autoridade fiscal a adotar uma política fiscal sustentável e responsável, sem intervir de maneira exacerbada e com a menor discricionariedade possível (FERREIRA, 2015).

¹ Regime ricardiano exposto aqui tem a seguinte ideia: Como o aumento da dívida pública não afetaria a economia em termos reais e a autoridade monetária não recorreria a emissão monetária a fim de financiar os déficits públicos, as variações da dívida também não provocariam impactos inflacionários. Portanto, trata-se de uma situação em que a autoridade monetária é autônoma e a política fiscal precisa ajustar o seu orçamento a fim de satisfazer a restrição orçamentária (LEEPER; WALKER, 2012).

Por outro lado, perante um regime não-ricardiano, o governo não é forçado a determinar sua política fiscal em observância à trajetória da dívida pública e nem de acordo com as diretrizes da política monetária. De maneira oposta, a autoridade fiscal teria autonomia para definir o superávit primário independentemente dos déficits governamentais. Dessa forma, as políticas adotadas pela autoridade fiscal teriam efeitos sobre a atividade econômica e a inflação. Portanto, a autoridade fiscal não se preocuparia em manter a trajetória da dívida pública constante e também não buscaria satisfazer a restrição orçamentária intertemporal do governo (GADELHA; DIVINO, 2008).

Em contrapartida, a autoridade monetária atuaria com o intuito de assegurar a estabilidade da dívida pública, tendo de ajustar as receitas de senhoriagem a fim de respeitar a restrição orçamentária intertemporal do governo. Porém, atuando dessa forma, a autoridade monetária acabaria perdendo o controle sobre o nível de preços e responderia de forma pouco adequada às variações inflacionárias quando tentasse atingir suas metas de inflação.

Além disso, sob um regime não-ricardiano, pelo fato da autoridade fiscal não ajustar os seus superávits a fim de satisfazer a restrição orçamentária intertemporal do governo, essa equação do orçamento acaba sendo interpretada como uma condição de equilíbrio, não como uma restrição. Portanto, para garantir esse equilíbrio da equação orçamentária do governo, a autoridade fiscal realizaria ajustes por meio do nível de preços.

Porém, ao contrário do regime ricardiano, a equação orçamentária intertemporal do governo não é satisfeita para qualquer nível de preços, sendo o nível de preços de equilíbrio aquele que iguala o valor real das obrigações (nominais) do governo ao valor presente dos superávits futuros. Nessa situação, tem-se o que a Teoria Fiscal do Nível de Preço (TFNP) caracteriza como regime não-ricardiano (ROCHA; SILVA, 2003, p. 1). Tal interpretação será apresentada em mais detalhes nas próximas seções.

Portanto, as distinções entre os regimes ricardianos e não-ricardianos iniciam o debate a respeito da coordenação entre a política fiscal e monetária e trazem importantes implicações para a política econômica de um país. Além disso, essa distinção entre os dois regimes nos auxilia no prosseguimento da análise de coordenação entre as duas políticas econômicas.

2.1 Teorias de dominância monetária e fiscal

A fim de compreender melhor a coordenação entre a política fiscal e a monetária, alguns estudos foram desenvolvidos e analisaram a interação dessas duas políticas

econômicas sob a ótica da dominância monetária (regime ricardiano) e fiscal (regime não-ricardiano), levando em consideração três interpretações distintas: Visão tradicional, a Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP) e a Visão baseada no estudo de Blanchard.

2.1.1 Visão tradicional de Sargent e Wallace

O debate a respeito da interação entre a política fiscal e monetária inicia-se com a apresentação da visão tradicional exposta no artigo “*Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*” publicado por Sargent e Wallace (1981). Nesse trabalho, os autores expõem que, mesmo se utilizando dos pressupostos monetaristas, ou seja, a hipótese que a inflação é um fenômeno extrinsecamente monetário, em determinados contextos, a autoridade monetária – por meio da política monetária - pode vir a não ter o controle sobre a inflação.

A fim de fundamentarem essa ideia, os autores utilizam a restrição orçamentária intertemporal do governo, de forma que, assumindo que a possibilidade de *default* não aconteça, ou seja, tendo por base os preceitos da equivalência ricardiana, o estoque da dívida pública em mão dos agentes deve ser igual aos superávits primários futuros descontados mais a receita de senhoriagem. Diante dessa situação, Sargent e Wallace (1981) ressaltam que pelo fato de disporem de objetivos e instrumentos distintos, a política monetária precisa do apoio da política fiscal. No caso os autores introduzem a ideia de que a interação entre a política fiscal e a política monetária pode ocorrer de duas formas: ou a política monetária se sobrepõe a política fiscal - dominância monetária; ou prevalece a política fiscal sobre a política monetária - dominância fiscal.

Na situação de dominância monetária, a autoridade monetária, de forma independente, toma a frente e define como será a condução da política monetária, por exemplo, definindo qual será a taxa de crescimento da base monetária. A partir do controle desta variável, a autoridade monetária está determinando previamente qual será o montante da receita gerada por meio da criação de moeda que será transferida para a autoridade fiscal (senhoriagem).

Dessa forma, a autoridade fiscal ajusta o seu orçamento de tal modo que o mesmo necessite ser financiado por meio da combinação da venda de títulos públicos e da receita de senhoriagem. Porém, como a receita de senhoriagem será definida previamente pela autoridade monetária, a autoridade fiscal acaba se deparando com uma restrição proveniente da demanda por títulos públicos dos agentes. Por conta dessa situação, a autoridade fiscal acaba sendo forçada a adaptar sua política de superávits a fim de satisfazer a restrição

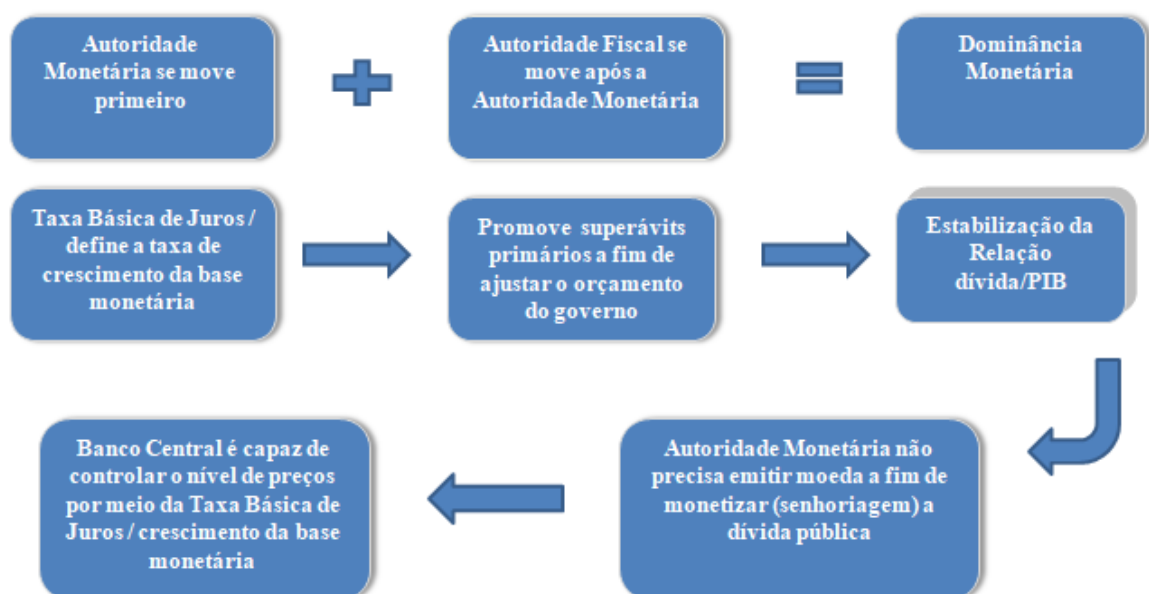
orçamentária intertemporal do governo. Segundo os autores, por conta desse tipo de coordenação entre as políticas econômicas, a autoridade monetária consegue permanentemente controlar a inflação, pois, acaba possuindo autonomia para definir a base monetária sem que sofra constrangimentos de ordem fiscal (SARGENT; WALLACE, 1981, p. 1).

De outra forma, tendo como base a fundamentação teórica exposta no capítulo anterior, perante um regime de dominância monetária, a autoridade fiscal tem os seus dispêndios restringidos por conta da função demanda por títulos públicos dos agentes e por conta da restrição de receita de senhoriagem. Assim, a autoridade fiscal fica encarregada de manter um orçamento equilibrado e de gerar superávits primários que sejam compatíveis com a estabilização da relação dívida/PIB. A partir disso, a autoridade monetária tem autonomia e liberdade para perseguir o seu objetivo central de estabilizar o nível de preços via taxa básica de juros.

Observa-se que, como a autoridade fiscal necessita gerar superávits a fim de auxiliar a autoridade monetária, essa acaba não sendo forçada a monetizar os déficits públicos via emissão extra de senhoriagem e, a autoridade monetária consegue manter o domínio sobre o nível de preços e não provocará pressões inflacionárias.

A seguir, é possível visualizar, por meio de um “mapa mental” (Figura 2), como se dá o processo de dominância monetária.

Figura 2 - Mapa mental do Processo de Dominância Monetária



Fonte: Elaboração própria com base em Sargent e Wallace (1981).

Em contrapartida, na situação de dominância fiscal, quem se movimenta primeiro é a autoridade fiscal que, define de forma independente, qual será o seu orçamento, anunciando para a autoridade monetária qual será o montante total que deverá ser financiado seja por meio da venda de títulos públicos ou por meio da receita de senhoriagem. Portanto, a autoridade fiscal acaba promovendo déficits ou superávits primários independente da necessidade de estabilização da relação dívida/PIB. Por outro lado, autoridade monetária acaba perdendo o domínio sobre o nível de preços por ser forçada a gerar as receitas de senhoriagem necessárias à solvência do governo.

Diante dessa situação, quem se depara com uma restrição atribuída pela demanda por títulos é a autoridade monetária, pois, caso os déficits sejam tão grandes ao ponto dos agentes se recusarem a adquirir todos os títulos necessários a fim de financiar o mesmo, a autoridade monetária será obrigada a financiar essa diferença via emissão monetária. Portanto, tendo como base os pressupostos da teoria quantitativa da moeda, esta criação extra de moeda leva a um aumento do nível de preços (SARGENT; WALLACE, 1981, p. 2).

Além disso, segundo os autores, diante de uma situação de dominância fiscal, o fator que determinará se a autoridade monetária será capaz de conter a inflação é dado pela demanda por títulos públicos. Perante a condição particular de déficits orçamentários, caso a demanda por títulos resulte em um aumento da taxa de juros real superior a taxa de crescimento do produto, a autoridade monetária perderia o controle sobre a inflação.

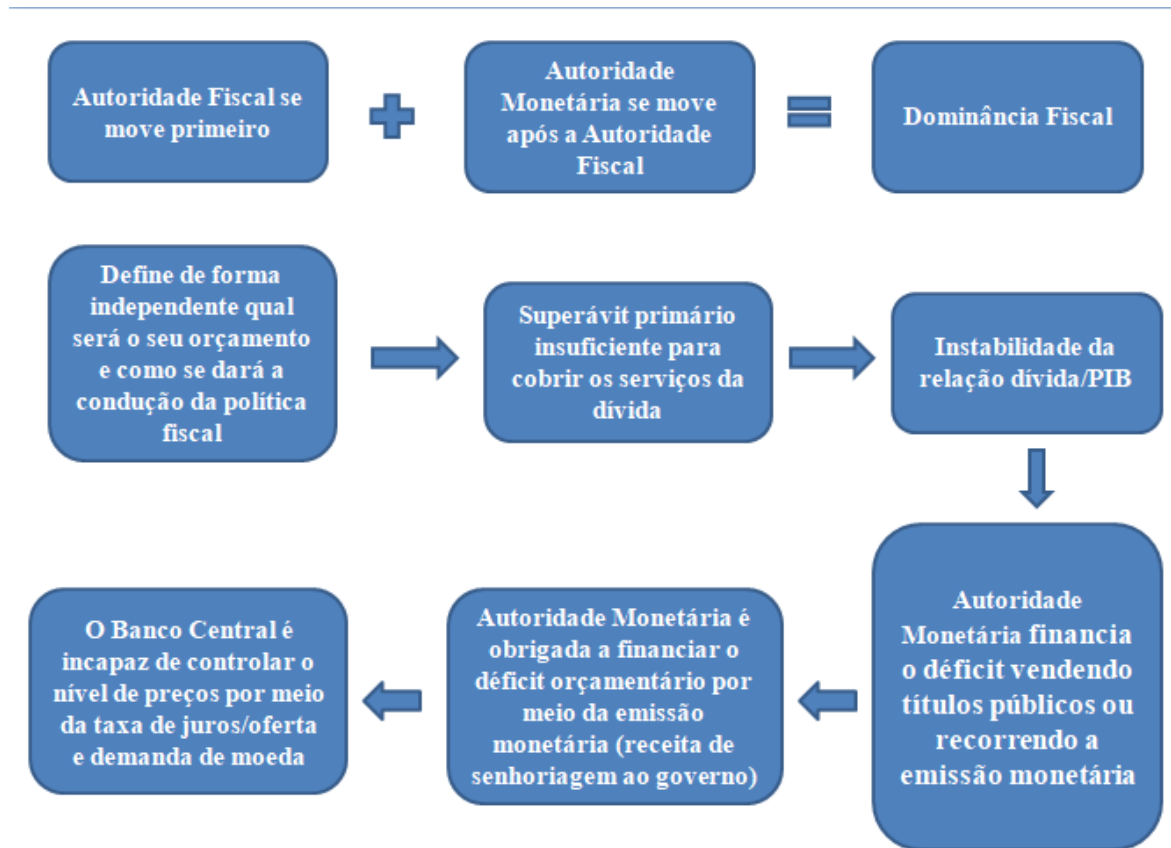
Como exposto no capítulo anterior, tal fenômeno aconteceria, pois, caso o financiamento do montante e dos juros provenientes da dívida continuassem a serem executados por meio de novas emissões de títulos públicos, os agentes passariam a demandar uma maior taxa de juros. À medida que a dívida pública e o estoque de títulos crescem, mais cedo ou mais tarde, a taxa de juros requerida pelos agentes crescerá de tal forma que ultrapassaria a taxa de crescimento do produto da economia. Nessa situação, os agentes desconfiariam que o governo estivesse adotando um esquema *Ponzi* e se recusariam a aceitar mais títulos, impondo um limite ao financiamento dos déficits via emissão de novos títulos.

Diante deste panorama, a autoridade monetária se vê forçada a elevar a receita de senhoriagem via expansão da base monetária a fim de cobrir os déficits orçamentários. Entretanto, essa expansão pode acabar resultando em um crescente processo inflacionário. Portanto, a dívida pública acaba sendo monetizada e os esforços da autoridade monetária a fim de combater a inflação crescente não só não promovem os efeitos esperados, como

também acabam sendo negativos, pois a inflação que resulta deste processo seria superior a aquela que ocorreria caso a autoridade monetária não adotasse uma política monetária restritiva.

Por fim, na situação de dominância fiscal, a inflação cresceria por conta das limitações impostas à política monetária e, a autoridade fiscal perderia o controle da dívida líquida do setor público ao não cumprir as metas de superávit primário. A seguir, é possível visualizar, por meio de um “mapa mental” (Figura 3), como se dá o processo de dominância fiscal.

Figura 3 - Mapa mental do processo de Dominância Fiscal



Fonte: Elaboração própria com base em Sargent e Wallace (1981).

Assim sendo, o estudo iniciado por Sargent e Wallace é importantíssimo ao demonstrar teórica e empiricamente que, caso a coordenação entre a política fiscal e monetária não seja adequada, pode-se ter como resultado um cenário onde a autoridade monetária apresenta dificuldades ou não consegue controlar a inflação. Além disso, a autoridade fiscal poderia acabar perdendo o controle sobre a dívida do setor público, impactando negativamente a economia de um país. A partir deste arcabouço teórico, foram desenvolvidas outras visões alternativas acerca da interação entre as políticas monetária e fiscal, que serão explicitadas nas próximas seções.

2.1.2 Política Econômica Ativa e Passiva

A fim de complementar a análise da coordenação entre política fiscal e monetária, dentro do arcabouço literário da TFNP – apesar dessa teoria só ser identificada com esse nome em períodos posteriores, no artigo “*Equilibria under ‘Active’ and ‘Passive’ Monetary and Fiscal Policies*”, Leeper (1991) desenvolveu dois conceitos que classificam as políticas fiscal e monetária em ativa e/ou passiva conforme a sua conduta. O principal objetivo desta

categorização é mostrar os diferentes estados de equilíbrio para ambas as políticas utilizando um modelo de equilíbrio geral.

Segundo o autor, uma autoridade que atua de forma ativa é aquela que é livre para definir as suas variáveis de controle sem se atentar à trajetória da dívida pública. Em contrapartida, uma autoridade passiva é aquela responsável por zelar pela trajetória da dívida pública e a responder aos choques que incidem sobre ela. Além disso, a autoridade passiva tem as suas ações restringidas pelas ações da autoridade ativa.

Segundo Leeper (1991), no caso de uma política monetária ativa e uma política fiscal passiva, a autoridade monetária fica responsável por manter o controle da inflação, escolhendo de forma independente o instrumento mais adequado para tal – por exemplo, a Regra de Taylor. Em contrapartida, a autoridade fiscal, adotando uma regra de imposto *lump-sum* (imposto fixo per capita), por exemplo, fica responsável por gerar os superávits primários necessários a fim de garantir a estabilidade da dívida pública de forma que a restrição orçamentária intertemporal do governo seja respeitada. Portanto, nesta situação, as metas de inflação - via taxa básica de juros - fazem com que a autoridade fiscal precise ajustar o seu orçamento por meio de arrecadação de impostos ou por meio da emissão de títulos públicos. Em vista disso, as metas fiscais -como redução as taxas de desemprego ou redução do custo da dívida pública- acabam sendo subordinadas as metas da autoridade monetária. Logo, caso ocorra um choque fiscal, ele deverá ser totalmente acomodado pelo autoridade fiscal.

Isto posto, no caso de um déficit orçamentário no presente, a autoridade fiscal deverá arrecadar mais tributos no futuro a fim de cobrir esse déficit ou financiá-lo por meio da emissão de títulos públicos nominais. Caso a autoridade fiscal escolha a segunda opção, haverá um aumento na dívida real em posse dos agentes ao nível de preços corrente. Entretanto, por se tratar de um regime ricardiano, o aumento da dívida real não induz os agentes a expandirem o seu consumo e, portanto, não provocaria pressões de demanda que aumentariam a inflação. Tal fenômeno ocorreria, pois, o efeito riqueza seria totalmente anulado pela expectativa de que a autoridade fiscal aumentará impostos no futuro ou reduzirá os seus gastos a fim de estabilizar a dívida real e satisfazer a condição orçamentária intertemporal de equilíbrio do governo (DE OLIVEIRA, 2017).

Por outro lado, caso ocorra um choque monetário que aumente a inflação, a autoridade monetária responderá fortemente a fim de combater essa pressão inflacionária. Assim sendo, o Banco Central adotará uma política monetária contracionista ao aumentar a taxa nominal de juros. Assim, esse aumento da taxa nominal de juros provocará dois efeitos distintos:

suprimirá os efeitos inflacionários provenientes do choque monetário e fará com que a dívida pública real cresça por conta da venda dos títulos. Porém, por se tratar de um regime ricardiano, a expectativa dos agentes será a de que a autoridade fiscal ajustará os seus superávits futuros a fim de estabilizar a dívida, dessa forma, não haverá nenhum efeito riqueza líquido (DE OLIVEIRA, 2017).

Portanto, tanto na situação de choque fiscal quanto na de choque monetário, a autoridade monetária estará totalmente livre para tomar as ações necessárias a fim de combater a inflação e não precisará se preocupar com a sustentabilidade da dívida e com os choques fiscais, pois, a autoridade fiscal estará comprometida em promover os ajustes necessários em seus superávits a fim de inibir os choques fiscais e dar suporte à política monetária.

Assim sendo, a autoridade monetária aumentará mais do que proporcionalmente a taxa básica de juros em resposta à variações inflacionárias. Em contrapartida, a autoridade fiscal ficará encarregada de ajustar as alíquotas de imposto a fim de financiar os gastos do governo e garantir a solvência do mesmo para qualquer trajetória da taxa de juros real. Tal resultado exposto por Leeper (1991) é similar ao conceito de dominância monetária desenvolvido por Sargent e Wallace (1989).

No caso de uma política fiscal ativa e uma política monetária passiva, a dinâmica entre a política fiscal e monetária seguem um caminho diferente. Nesse caso, a autoridade fiscal coloca as suas metas a frente das metas monetárias. A autoridade fiscal não precisa promover superávits a fim de responder a trajetória da dívida pública. Além disso, ela promoveria uma emissão exarcebada de títulos públicos a fim de financiar a sua trajetória arbitrária de gastos e impostos. Enquanto isso, a autoridade monetária ficaria encarregada de garantir, por meio da receita de senhoriagem ou da venda de títulos públicos, a sustentabilidade da dívida pública, respeitando assim a restrição orçamentária intertemporal do governo. Além disso, a autoridade monetária responderia de forma pouco adequada as variações nos níveis de preço quando tentasse atingir as suas metas de inflação. Pois, não elevaria a taxa de juros de forma mais que proporcional em resposta as variações inflacionárias.

Diante desse cenário, como a trajetória incostante dos superávits primários acabariam afetando consideravelmente o nível de preços, a autoridade monetária passaria a ter a função de “estabilizador de última instância da dívida pública”. Portanto, a autoridade monetária recorreria à expansão monetária a fim de financiar a dívida pública, respeitando assim a

restrição orçamentária intertemporal do governo. Por outro lado, os agentes interpretam essa monetização da dívida como uma fraca reação do Banco Central para combater a inflação. Assim, surge um problema de credibilidade da política monetária originado pela percepção dos agentes de que a autoridade monetária não estaria comprometida com as metas inflacionárias.

Portanto, diante desse cenário, as políticas fiscal e monetária seriam ineficientes em estabilizar a trajetória da dívida pública e controlar o nível de preços respectivamente. Diante dessa conjuntura, aumentaria a probabilidade da autoridade monetária fixar a taxa de juros em um patamar artificial, escolhendo apenas a oferta monetária como variável de controle. Assim, o Banco Central acomodaria a oferta monetária às restrições impostas pela política fiscal e pelas expectativas dos agentes.

Tal conclusão é semelhante ao conceito de dominância fiscal encontrada no trabalho de Sargent e Wallace (1981) apresentada na seção anterior. Além disso, esse cenário é identificado como um regime não-ricardiano e a autoridade monetária seria incapaz de controlar a inflação.

Por fim, em seu artigo, Leeper ainda descreve outras duas situações nas quais a descoordenação entre as políticas fiscal e monetária acarretam prejuízos para a economia. Na primeira situação, tanto a autoridade monetária quanto a fiscal agem passivamente, como se estivessem apenas limitadas a manter o orçamento equilibrado. Diante dessa situação, como não há uma autoridade que se comporte de forma ativa, o resultado acaba sendo uma indeterminação do nível de preços. Em contrapartida, na segunda situação, ambas as autoridades agem de forma ativa, ou seja, nenhuma das autoridades se preocupa com o equilíbrio orçamentário do governo, e o nível de preços segue uma trajetória explosiva (LEEPER, 1991).

A seguir é possível visualizar, por meio de um diagrama (Figura 4), como se dá a relação entre políticas ativas e passivas.

Figura 4 - Diagrama de políticas ativas e passivas

| | | Política Fiscal | |
|--------------------|--------------------------------------|---|--|
| | | Passiva | Ativa |
| | | Respeita a restrição orçamentária | Ignora a restrição orçamentária |
| Política monetária | Ativa Regime de metas de inflação | Dominância Monetária (Regime Ricardiano): Estabilidade do nível de preços, sustentabilidade fiscal, expectativas ancoradas | Regime explosivo, sem cooperação: Default da dívida pública ou Aritmétrica Monetarista desagradável |
| | Passiva Acomodação fiscal | Regime passivo, sem cooperação: Indeterminação do nível de preços | Dominância Fiscal (Regime não-Ricardiano): Monetização da dívida pública, alta inflação |

Fonte: Elaboração própria com base em Leeper (1991).

2.1.3 Teoria Fiscal do Nível de Preços

Contrapondo a visão tradicional, tem-se a Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP), fundamentada nas contribuições de Leeper (1991), Woodford (1994, 1995, 1997, 2001 e 2003), Sims (1994) e Cochrane (1998, 2001, 2005). Segundo Woodford (2001), o modelo apresentado por Sargent e Wallace (1981) se aplicaria a algumas economias menos desenvolvidas que não dispõem de uma autoridade monetária independente e nem possuem mercados financeiros com um alto grau de institucionalização monetária.

Portanto, o modelo não se aplicaria no caso de um Banco Central independente, que não necessita aceitar metas de senhoriagem ditadas pela autoridade fiscal; nem parece provável que se aplique a uma economia com sofisticados mercados financeiros, no qual o governo teria enorme dificuldade em arrecadar elevadas receitas de senhoriagem, por conta da capacidade dos indivíduos de substituírem ativos que não rendem juros (WOODFORD, 2001, p. 4).

Segundo a visão tradicional, a presença de um Banco Central independente e comprometido em assegurar a estabilidade do nível de preços seria condição suficiente para controlar a inflação. Dessa forma, a autoridade monetária não recorreria à emissão monetária a fim de transferir receitas de senhoriagem para a autoridade fiscal.

Por outro lado, Woodford argumenta que, tanto na existência de uma boa prescrição de política monetária, onde a autoridade monetária esteja livre de qualquer coação ou diretriz da autoridade fiscal, quanto na situação na qual a autoridade monetária se compromete em conduzir a política monetária seguindo uma regra de taxa de juros – como a regra de Taylor, independente de variáveis fiscais, não é uma condição suficiente para garantir uma inflação

baixa e estável. Inclusive, em países que possuem Bancos Centrais independentes e sem qualquer interferência da autoridade fiscal nas decisões da autoridade monetária, pode haver flutuações no nível de preços, a depender da condução da política fiscal.

Além da adoção de uma boa prescrição de política monetária a fim de assegurar o controle inflacionário, também é necessário adotar normas de política fiscal bem construídas e coordenada com a política monetária. Pelo fato de dar tanto destaque ao comportamento fiscal do governo, Woodford (1994) denominou esta teoria como Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP). Portanto, segundo essa teoria, o Banco Central passa a ter um comportamento mais amplo: além de assegurar o controle inflacionário por meio de uma política monetária adequada, o Banco Central também precisa advertir o governo a respeito da importância de se manter uma responsabilidade fiscal.

Uma das principais distinções entre a TFNP e a visão tradicional de Sargent e Wallace (1981) recaia na interpretação da restrição orçamentária intertemporal do governo, que também pode ser representada da seguinte forma:

$$\frac{B}{P} = S = \text{Valor presente dos superávits futuros esperados} \quad (9)$$

Onde B é o estoque de dívida nominal; P o nível de preço e S o superávit incluindo receitas de senhoriagem e impostos sobre o retorno da dívida (ROCHA; SILVA, 2004, p. 419).

Segundo a visão tradicional, a equação (9) é interpretada como uma restrição ao comportamento do governo, onde o mesmo deve implementar uma política fiscal de tributação e gastos de tal forma a igualar os dois lados da equação para qualquer nível de preço. Portanto, segundo a visão defendida por Sargent e Wallace, caso ocorra qualquer desequilíbrio nesta equação, o governo será obrigado a ajustar o seu orçamento a fim de restaurar essa igualdade.

Por outro lado, de acordo com a TFNP, a equação (9) é interpretada como uma condição de equilíbrio, onde o nível de preços de equilíbrio é aquele que iguala o passivo nominal do governo (B) ao valor presente dos superávits futuros descontados (S), ou seja, o ajuste deve ocorrer por meio do nível de preços (P) (ROCHA; SILVA, 2004, p. 420).

Portanto, segundo os pressupostos da TFNP, caso ocorra um desequilíbrio na equação (9), o mercado atuará modificando os preços da economia até o ponto em que a igualdade seja

restaurada, ou seja, a equação continuará a ser atendida desde que o nível de preços P cresça e realize o devido ajuste (CHRISTIANO; FITZGERALD, 2000, p.11).

Christiano e Fitzgerald (2000) também argumentam que tanto a visão tradicional quanto a visão da TFNP se distinguem em relação à classificação dos títulos públicos, de outra forma, a distinção entre dívida pública real e nominal. A visão tradicional assume que os títulos públicos e, conseqüentemente, a dívida pública são reais. Enquanto a visão da TFNP considera os títulos públicos e a dívida pública como sendo nominais.

Segundo Leeper e Leith (2016), a dívida real é aquela que pode assumir a forma de títulos indexados à inflação ou títulos denominados em unidades cuja oferta o governo não controla, como por exemplo, o ouro. Além disso, a dívida real é um direito sobre bens reais, logo, o governo deve recolher tributos a fim de quitar essa obrigação. Portanto, isso impõe uma restrição orçamentária que deve ser satisfeita de acordo com as escolhas do governo. Assim sendo, caso o governo não dispunha de capacidade tributária para financiar a sua dívida, não restará outra opção senão o *default*.

Por outro lado, a dívida nominal é similar ao dinheiro emitida pelo governo, ou seja, é similar a uma moeda sem lastro. Nessa situação, o governo pode se financiar de duas formas distintas: ou ele opta por aumentar a carga tributária ou ele emite uma nova moeda, caso a criação de moeda esteja dentro de sua competência. Pelo fato da dívida nominal depender do nível de preços e dos preços dos títulos, caso a totalidade da dívida pública seja nominal, o governo acaba não se deparando com uma restrição orçamentária. Portanto, a lógica aqui é precisamente a lógica implícita à moeda fiduciária (moeda sem lastro). Assim sendo, tomando como base os pressupostos da teoria quantitativa da moeda, o Banco Central tem liberdade para escolher a oferta monetária mais adequada sem receio de violar a restrição orçamentária, pois, o nível de preços se ajustará a fim de garantir o valor real do dinheiro. Em outras palavras, o governo tem liberdade para emitir qualquer quantidade de títulos nominais, cujo valor real se ajusta ao nível de preços, sem ter como referência uma restrição orçamentária. Entretanto, ao emitir títulos nominais (moeda) de forma exacerbada, o governo pode estar abrindo mão do controle do nível de preço (LEEPER; LEITH, 2016, p. 5).

Segundo Woodford (2001), o instrumento de ajuste de preços na restrição orçamentária intertemporal do governo ocorre por meio do canal da riqueza dos agentes econômicos privados. Considerando o passivo nominal do governo como dado, ou seja, a riqueza nominal do setor privado, em determinado instante do tempo, caso os indivíduos esperem que a autoridade fiscal não reduzirá os seus gastos e nem elevará os tributos a fim de

estabilizar a dívida (redução nos superávits primários futuros do governo), os mesmos interpretaram a expansão monetária e a aquisição de mais títulos públicos nominais, ou seja, o aumento dos passivos do governo em poder dos agentes, como aumento da sua riqueza no futuro. Essa percepção do aumento da riqueza real é denominada ilusão monetária. Como consequência desse efeito riqueza, os indivíduos acabam optando por antecipar o consumo futuro no presente, provocando um excesso de demanda por bens e serviços no curto e no longo prazo. Tal fenômeno, por sua vez, estimula os preços a subirem para um novo nível de equilíbrio no qual a condição orçamentária intertemporal de equilíbrio do governo seja momentaneamente satisfeita. Assim, a mudança de expectativas leva a oferta e demanda para um novo equilíbrio. Entretanto, esse novo equilíbrio é alcançado mediante à redução do valor real dos passivos do governo (base monetária e títulos públicos nominais), ou seja, redução do valor real dos ativos em posse dos agentes via inflação surpresa. Assim, por conta da perda sobre o valor dos ativos, os indivíduos acabam reavaliando suas decisões de consumo de forma a igualar novamente a demanda e oferta de bens original (DE OLIVEIRA, 2017).

A variável que determina o nível de preços é o efeito riqueza de variações no nível de preços. Desta forma, na visão desta abordagem, a determinação do nível de preços é independente de variações na base monetária. Woodford (2001) define esse mecanismo de ajustamento anteriormente descrito no qual a política fiscal consegue afetar a demanda agregada de regime não-ricardiano. Além disso, sob esse regime, a política fiscal determina diretamente o nível de preços e, uma vez determinado o mesmo, o Banco Central acomoda de forma passiva a oferta monetária. Tal efeito ocorre, pois o aumento do nível de preços implica em maior demanda por moeda por parte dos agentes, o que leva a autoridade monetária a expandir a base monetária. Assim sendo, ao contrário do modelo da aritmética monetarista desagradável da visão tradicional, segundo a visão da TFNP, é a política fiscal que afeta diretamente o nível de preços. Perante um regime não-ricardiano, predomina a TFNP com uma política fiscal atuando de forma ativa e uma política monetária atuando de forma passiva.

Woodford ainda argumenta que, sob a condição de dominância fiscal, a condução da política fiscal tem um impacto expressivo na condução da política monetária. De forma distinta ao concebido pela abordagem tradicional de Sargent e Wallace, a autoridade fiscal não inflige nenhuma meta direta de senhoriagem ao Banco Central, mas revela-se por meio da pressão sobre o Banco Central para utilizar a política monetária a fim de manter o valor de mercado da dívida do governo. Dessa forma, o Banco Central passa a acomodar a oferta

monetária de forma passiva, de modo a manter fixa a taxa de juros nominal. Portanto, em regimes de dominância fiscal, o nível de preços é determinado pela política fiscal.

Portanto, diante de um regime de dominância fiscal, o Banco Central terá dificuldades ou até mesmo não terá êxito em cumprir o seu objetivo de estabilizar a inflação e mantê-la baixa caso a autoridade fiscal não consiga estabilizar a dívida pública e ancorar as expectativas dos agentes privados com relação à trajetória futura das variáveis fiscais.

Assim, mesmo que a autoridade monetária esteja encarregada de manter a estabilidade do nível de preços, ela também deve se atentar a forma como a autoridade fiscal conduz a sua política fiscal. Desta forma, a aplicação de uma regra de política monetária anti-inflacionária, como por exemplo, a Regra de Taylor, aliada a baixas metas de inflação, podem por si só não serem suficientes para garantir a estabilidade do nível de preços (WOODFORD, 2001, p. 70).

Isto posto, no caso de um choque monetário que aumente a inflação, a autoridade monetária elevar a taxa nominal de juros. Porém, esse aumento da taxa nominal de juros acaba provocando dois efeitos distintos: o aumento da taxa acaba dissipando os efeitos inflacionários do choque monetário, e a dívida pública real se expande por conta da venda dos títulos públicos. Pelo fato dos agentes acreditarem que a autoridade fiscal não promoverá ajustes em seus superávits a fim de estabilizar a dívida, a ilusão monetária gerada por conta do aumento da dívida pública leva os agentes a acreditarem que a sua riqueza se expandiu. Dessa forma, os agentes acabam mudando suas escolhas em relação a consumo e investimentos, passando a demandar mais bens e serviços, de forma a expandir o seu consumo. Esse comportamento acaba fomentando pressões inflacionárias que levam os preços subirem para um novo nível de equilíbrio em que a dívida real é estabilizada por conta da sua desvalorização, logo, o efeito riqueza inicial é eliminado (DE OLIVEIRA, 2017).

Portanto, nesse caso, segundo a TFNP, mesmo diante de uma política monetária ativa, poderia ocorrer uma situação de dominância fiscal. Pois, mesmo que o Banco Central eleve a taxa de juros, para dada política fiscal, isso provocaria um aumento do passivo nominal do governo. Dessa forma, como os agentes esperam que a autoridade fiscal não cortará os seus gastos e nem elevará os tributos a fim de estabilizar a dívida e, conseqüentemente, satisfazer a restrição orçamentária intertemporal do governo, este aumento no passivo terá que ser compensado com uma elevação do nível de preços. Assim, o aumento da taxa de juros teria o efeito oposto do esperado: elevaria o nível de preços e perpetuaria a inflação ao longo do tempo. Portanto, uma política monetária ativa seria insuficiente para combater a inflação.

O resultado acima só é possível, pois a TFNP considera que todo passivo nominal do governo é um ativo em posse dos agentes do setor privado, portanto, qualquer modificação neste passivo, seja por meio de uma expansão na oferta monetária seja por meio de um aumento no estoque de títulos públicos, implicará no aumento de demanda agregada (RESENDE, 2017).

Por fim, enquanto que na visão tradicional, para ocorrer dominância fiscal, a autoridade monetária atua de forma passiva, isto é, não utiliza os seus instrumentos da política monetária da forma mais adequada para combater a inflação, na TFNP, mesmo que a autoridade monetária adote uma política monetária ativa, pode-se ter como resultado um regime de dominância fiscal. Portanto, não necessariamente a autoridade monetária atuaria de forma passiva (GONÇALVES, 2016).

De maneira resumida, a Teoria Fiscal do Nível de Preços está implicitamente relacionada com a concepção de que o comportamento da política fiscal pode impor restrições aos objetivos e metas que a política monetária pretende alcançar. Desta forma, a Teoria Fiscal do Nível de Preços visa estabelecer uma política fiscal e monetária ótimas. Logo, a determinação do nível de preços é conferida à política fiscal, por meio do efeito riqueza de variações dos no nível de preços.

2.1.4A atual interação entre Política Monetária e Política Fiscal

Antes da exposição a respeito da interação entre política monetária e fiscal elaborado por Olivier Blanchard (2004), será analisado como se dá o atual processo de interação entre os dois principais instrumentos de política macroeconômica. A princípio, será analisado como a política monetária e fiscal interagem entre si, bem como os efeitos decorrentes dessa interação, de forma a distinguir o atual processo de dominância monetária e fiscal.

Suponha que a autoridade monetária resolva elevar a taxa de juros ($\uparrow r$), os dois efeitos iniciais de uma política monetária contracionista são: de forma direta, impacta consumo e investimento, deprimindo a demanda agregada e, de forma indireta, aumenta o serviço da dívida pública, pois uma parcela dela está indexada à taxa de juros.

Analisando o impacto no primeiro canal, com a elevação da taxa de juros ($\uparrow r$), a demanda agregada é deprimida, provocando assim uma queda do produto da economia ($\downarrow \text{PIB}$). Analisando agora o impacto no segundo canal, ao tornar o serviço da dívida indexada à taxa de juros mais custosa, tem-se como colateral, o aumento do montante da dívida pública

(↑dívida). Portanto, por conta desses dois efeitos iniciais gerados pela política monetária contracionista, há um aumento da razão dívida/PIB do país.

A partir do que foi exposto acima, a expectativa e percepção dos agentes econômicos em relação à condução da política monetária e fiscal passará a desempenhar um importante papel, sendo importantíssimo para que a política de elevação da taxa de juros obtenha êxito. Conforme as expectativas e percepções dos agentes, a expectativa de inflação e o prêmio de risco reagirão de formas diferentes, provocando efeitos distintos sobre a taxa de câmbio. Portanto, apesar da taxa de juros ser o principal instrumento de política monetário para conter a inflação, nem sempre o aumento da taxa de juros resultará em uma apreciação cambial. Assim, é por meio dos canais de expectativa de inflação e de percepção de risco dos agentes (prêmio de risco) que o resultado da política monetária contracionista pode ter problemas.

Do ponto de vista da política fiscal, os agentes econômicos se questionam se o aumento da razão dívida/PIB, gerado pelo aumento na taxa de juros, pode impactar de forma negativa a sustentabilidade da dívida pública. Assim sendo, os agentes questionam se esse aumento da razão dívida/PIB pode aumentar a probabilidade de calote da dívida pública, por parte do governo (*default* da dívida). Dependendo da forma como a política fiscal é conduzida, a dívida pública poderá ser menos atrativa, caso o aumento do seu montante provoque um aumento do risco-país, ou mais atrativa, caso o aumento da taxa de juros torne os títulos públicos mais atrativos e mais rentáveis.

Se a expectativa dos agentes é de que o aumento da razão dívida/PIB gera um aumento da probabilidade de *default* da dívida pública, as ações promovidas pela política monetária para conter a inflação podem vir a não surtir o efeito esperado. Pois, nesse cenário, os agentes passam a desconfiar da capacidade do governo em controlar a sua dívida pública, tornando os títulos públicos menos atraentes para os investidores. Nessa situação, ao aumentar a taxa de juros (↑*r*), a autoridade monetária acaba piorando a percepção de risco-país. Por conta da aversão ao risco dos agentes, podem ocorrer duas situações: ou os agentes demandam um maior prêmio de risco ou retiram os seus recursos do país.

Na primeira situação, os encargos oriundos do serviço da dívida pública passam a ser mais caros, deteriorando ainda mais a relação dívida/PIB. Já na segunda situação, a fuga de capitais do país, no curto prazo, acaba provocando uma depreciação da taxa de câmbio (↑*e*). Por conta da depreciação cambial, a importação de produtos e serviços torna-se mais oneroso, impactando diretamente a inflação (↑*π*). Além disso, caso uma parcela da dívida esteja denominada em moeda estrangeira, a depreciação cambial pode acabar intensificando o aumento inflacionário. Pois, como uma parcela da dívida é denominada em moeda

estrangeira, por conta da depreciação, há a incidência de um novo aumento no montante da dívida. Assim sendo, recomeça o processo de aumento da razão dívida/PIB, agravando a percepção de risco-país e instaura-se um novo ciclo de depreciação cambial e aumento inflacionário. Diante desse cenário, mesmo promovendo aumentos na taxa de juros, a política monetária acaba não tendo sucesso em seu objetivo de controlar a inflação. Prevalendo assim, a tese de dominância fiscal.

Assim como exposto nas seções anteriores, tal cenário exposto acima ocorre quando a autoridade fiscal age de forma ativa, em outras palavras, quando age de forma autônoma escolhendo os seus superávits ou déficits independentemente do nível da dívida. Nesta circunstância, a política fiscal domina a política monetária, caracterizando um regime de dominância fiscal.

Por outro lado, se os agentes consideram que o aumento da razão dívida/PIB não aumenta a probabilidade de *default* da dívida pública, ela pode torna-se mais atrativa para os agentes. Portanto, de acordo com a expectativa dos agentes, caso a condução da política fiscal seja adequada, um aumento da taxa de juros ($\uparrow r$) não provocará efeitos negativos sobre o risco-país. Pois, os agentes acreditam que a sustentabilidade fiscal da dívida é crível. Assim sendo, o aumento da taxa de juros estimula a entrada de capitais estrangeiros no país que, por sua vez, provoca uma valorização cambial ($\downarrow e$). Por conta da apreciação cambial, a depender da forma como ocorre o repasse dessa apreciação, por exemplo, tornando a importação de produtos e serviços mais barata, impacta de forma direta a inflação ($\downarrow \pi$). Portanto, o resultado encontrado é o de uma política monetária eficaz, denominado regime de dominância monetária.

Além disso, vale salientar que tal cenário só se manifesta caso a autoridade fiscal atue de forma passiva, ou seja, se ela atua levando em conta a trajetória da dívida pública. Portanto, quando a autoridade monetária eleva a taxa de juros a fim de conter a inflação, a parcela da dívida pública que está indexada à taxa de juros acaba aumentando o montante da dívida. Dessa forma, a fim de reduzir a razão dívida/PIB e garantir a sustentabilidade fiscal do governo, a autoridade fiscal precisa gerar superávits primários. Se a política fiscal é passiva e a política monetária atua de forma autônoma, tem-se como resultado o regime de dominância monetária.

Por outro lado, do ponto de vista da política monetária, os agentes também avaliam como se dá a condução da política monetária por parte do Banco Central. Assim sendo, os agentes se questionam se a autoridade monetária percorrerá o seu objetivo central de combater a inflação a qualquer custo – mesmo que as ações tomadas possam aumentar a dívida pública

-, ou se a autoridade monetária tende a utilizar a política monetária a fim de suavizar a situação das contas públicas, seja não aumentando os juros num patamar necessário para conter a inflação, seja monetizando a dívida pública. Portanto, os agentes acabam se questionando se o controle inflacionário é crível no futuro.

Diante de um cenário em que o Banco Central dispõe de credibilidade junto aos agentes, os mesmos acreditam que a autoridade monetária não se desviará de seu objetivo central de combater a inflação. Assim, os agentes terão como expectativa que a autoridade monetária conseguirá reduzir a inflação. Nessa situação, por mais que seja atrativo para o governo monetizar a dívida a fim de gerar uma surpresa inflacionária que possa reduzir o estoque da dívida pública, os agentes confiam que a autoridade monetária tem autonomia suficiente para se recusar a fazer isso. Além disso, os agentes esperam que o Banco Central não deixe de promover eventuais aumentos na taxa de juros a fim de controlar a inflação.

Portanto, caso a autoridade monetária resolva aumentar a taxa de juros ($\uparrow r$) a fim de combater um aumento inflacionário, percebe-se dois movimentos distintos: um aumento da parcela da dívida pública que está indexada à taxa de juros, provocando como consequência, um aumento da dívida (\uparrow dívida) e uma queda do produto (\downarrow PIB) em decorrência da queda da atividade econômica e emprego. Esses dois movimentos acabam promovendo o aumento da razão dívida/PIB. Porém, como a autoridade monetária dispõe de credibilidade junto aos agentes, os mesmos esperam que o controle inflacionário seja crível, logo, o aumento da taxa de juros poderá reduzir a inflação ($\downarrow E[\pi]$). Como o aumento da taxa de juros torna o investimento em títulos público mais atrativo, ocorre um fluxo de capitais estrangeiros para dentro do país, contribuindo para a apreciação cambial ($\uparrow e$). Assim sendo, a valorização da moeda doméstica acaba impactando a demanda por bens e serviços, levando a uma queda da demanda agregada, que por sua vez reduz a pressão inflacionária ($\downarrow \pi$).

Nesse cenário, a autoridade monetária atua de forma ativa e autônoma para perseguir o seu objetivo de controlar a inflação. Por outro lado, a autoridade fiscal atua de forma passiva, sendo encarregada de exercer o controle fiscal a fim de garantir a sustentabilidade fiscal do governo. Além disso, nesse cenário, a autoridade fiscal não conta com a política monetária para equilibrar as suas contas, tendo que gerar superávits primários para isso. Portanto, o resultado que prevalece é o de dominância monetária.

De outro modo, caso os agentes suspeitem que a autoridade monetária não consiga controlar a inflação, o sucesso da política monetária é ameaçada. Portanto, se os agentes entenderem que o aumento da taxa de juros possa provocar um aumento expressivo do endividamento público, esses começam a suspeitar que, ao menos em parte, a autoridade

monetária poderia monetizar a dívida pública no futuro. Em outro caso, se os agentes enxergarem que o aumento da taxa de juros não é suficiente para conter a inflação, o êxito da política monetária também é posto em risco.

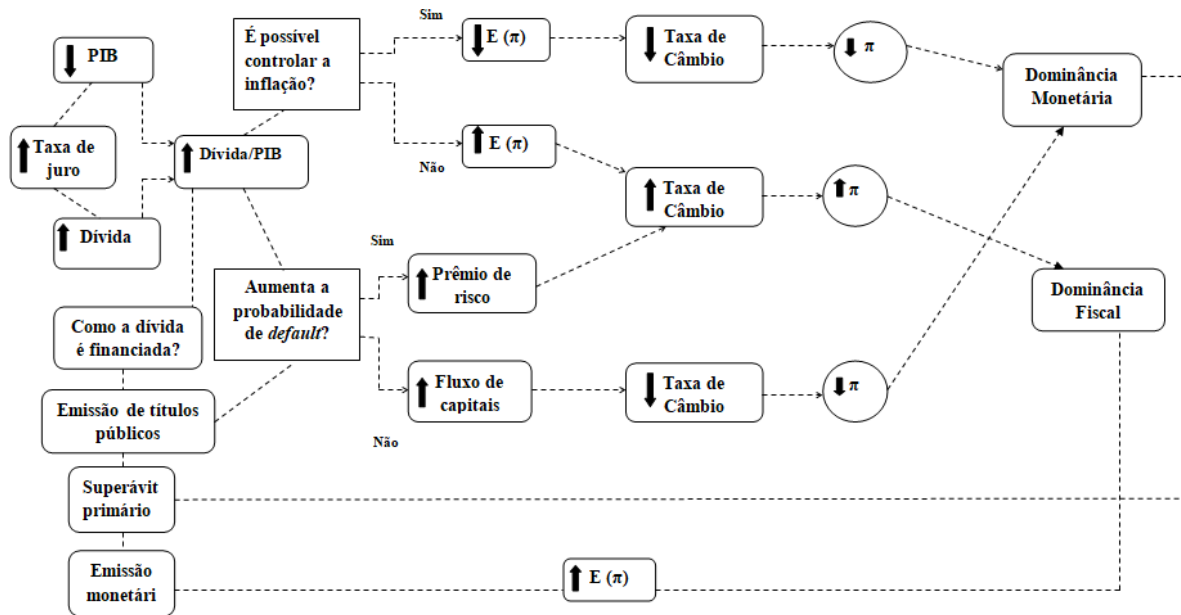
Em outra situação, como é atrativo para o governo gerar uma surpresa inflacionária a fim de reduzir a dívida, o mesmo, por meio da autoridade fiscal, poderia coagir a autoridade monetária a não aumentar a taxa de juros de forma significativa para combater a inflação. Dessa forma, a trajetória da dívida não se tornaria explosiva e o aumento da taxa de juros não afetaria o produto. Porém, diante desse cenário, os agentes entendem que a autoridade monetária pode acabar abandonando o seu objetivo central de combater a inflação, em virtude de pressões promovidas pela autoridade fiscal, logo, a credibilidade da autoridade monetária passaria a ser questionada.

Por fim, se os agentes entendem que o controle inflacionário não é crível, um aumento da taxa de juros ($\uparrow r$) acaba elevando a dívida (\uparrow dívida) e reduzindo o produto (\downarrow PIB), aumentando assim a relação dívida/PIB. Porém, como os agentes suspeitam que a autoridade monetária não consiga controlar a inflação, as expectativas inflacionárias no futuro aumentam ($\uparrow E[\pi]$). Esse aumento das expectativas no futuro acaba colaborando para a depreciação cambial ($\downarrow e$) e, conseqüentemente, aumentando as pressões inflacionárias no presente ($\uparrow \pi$). Novamente, ofuscando a condução da política monetária.

Diante desse cenário, a autoridade monetária atua de forma passiva, pois fica encarregada de garantir a sustentabilidade fiscal e considera a situação das contas públicas em suas decisões, comprometendo a sua credibilidade. Por outro lado, a autoridade fiscal atua de forma ativa e autônoma, promovendo de forma inconsistente os déficits ou superávits, sem levar em conta o efeito do aumento dos juros sobre a dívida. Nesse caso, prevalece o regime de dominância fiscal.

A seguir, é possível visualizar, por meio de um esquema (figura 5), como se dá a atual interação entre as políticas monetária e fiscal, bem como os seus resultados potenciais (dominância monetária e dominância fiscal).

Figura 5 - Atual interação entre as Políticas Monetária e Fiscal



Fonte: Elaboração própria com base em Nobrega (2016).

2.1.5 Estudo de Blanchard

A terceira vertente é fundamentada no estudo publicado por Oliver Blanchard denominado “*Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil*”. Neste estudo, o autor busca analisar a interação entre a política fiscal e a política monetária. A fim de atingir esse objetivo, Blanchard formula um modelo estrutural no qual uma política monetária restritiva, diante de determinadas condições das variáveis fiscais (por exemplo, dinâmica explosiva da dívida pública), pode provocar um aumento na probabilidade de *default* da dívida, aumentando o risco de insolvência fiscal e, conseqüentemente, elevando o prêmio de risco do país. A partir disto, os títulos públicos tornam-se menos atrativos, gerando uma queda de demanda externa por eles. Este efeito leva a uma depreciação cambial - em virtude da fuga de capitais do país - o que acaba contribuindo para o aumento da inflação mesmo sob um regime de metas de inflação. A fim de ratificar os seus argumentos, o autor buscou evidências empíricas para o caso brasileiro nos anos de 2002 e 2003.

Segundo o autor, o período analisado marca a chegada de Luiz Inácio Lula da Silva à presidência. Além disso, ao longo do período de 2002, o país sofreu uma crise macroeconômica que teve a sua origem atrelada a crescente expectativa da eleição de Lula. Entretanto, tal cenário de crise começou a ser revertido nos primeiros meses de 2003.

Diferentemente dos modelos anteriormente citados, Blanchard utiliza um modelo estrutural de economia aberta para apenas um período. Tal modelo é representado por duas equações fundamentais: a primeira representando o fluxo de capitais e a segunda representando o risco de *default*. Além disso, ambas as equações estão em função da probabilidade de *default* e da taxa de câmbio, para determinada política fiscal, política monetária e outros parâmetros.

Para Blanchard (2004), é importante observar diante de quais circunstâncias uma política monetária contracionista pode levar a uma depreciação cambial e a uma pressão inflacionária, representando assim um regime de dominância fiscal. Segundo o autor, tal cenário terá maior probabilidade de ocorrer quanto: (i) maior for o nível da dívida corrente; (ii) mais elevada for a proporção da dívida indexada à moeda estrangeira e (iii) maior for o grau de aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros. Além disso, diante de um cenário no qual uma parcela significativa da dívida pública está indexada à taxa básica de juros (Selic), o fenômeno de dominância fiscal também terá uma probabilidade maior de ocorrer (AGUIAR, 2007). Portanto, haverá uma relação direta entre essas variáveis e a probabilidade de a política monetária ter a sua capacidade de combater a inflação reduzida.

Com o propósito de iniciar a sua análise a respeito da dominância fiscal, Blanchard (2004) cita os dois canais de transmissão mais comuns pelos quais uma política monetária contracionista expressa no aumento da taxa de juros pode combater a inflação e reduzi-la. O primeiro canal afetado seria o da demanda agregada. Dessa forma, um aumento na taxa de juros provocaria efeitos nos canais de consumo e do investimento privado, levando a uma redução na demanda agregada que, por sua vez, provocaria uma redução no nível dos preços. O segundo canal afetado seria o do câmbio. Pois, como um aumento da taxa de juros representa maiores lucros para os investidores, a taxa de juros doméstica será superior à taxa de juros internacional, tornando os títulos públicos mais atrativos e estimulando a demanda por eles. Por conseguinte, este fenômeno acaba resultando na entrada de capitais estrangeiros para dentro do país o que leva a uma apreciação cambial, pressionando a inflação para baixo.

Blanchard acaba focando sua análise e modelagem empírica no canal do câmbio, pois, segundo o mesmo, por conta do efeito da taxa de juros sobre a probabilidade de inadimplência da dívida pública, um aumento na taxa de juros pode acabar provocando uma desvalorização cambial ao invés de uma apreciação cambial.

Assim, a entrada de capitais estrangeiros no país dependerá positivamente da taxa de retorno dos títulos públicos domésticos e negativamente da taxa de retorno dos títulos internacionais. Além disso, outro fator relevante para entrada ou fuga de capitais refere-se à aversão ao risco dos investidores. Portanto, os investidores levarão em consideração a taxa de

retorno dos títulos domésticos, a taxa de retorno dos títulos internacionais e a probabilidade de *default* da dívida. Assim, quanto maior for a taxa de retorno dos títulos públicos domésticos, menor for a taxa de retorno dos títulos internacionais e a probabilidade de *default* for baixa, maior será a entrada de capitais estrangeiros no país.

Portanto, o modelo desenvolvido pelo autor parte do seguinte ponto: Considerando uma determinada taxa de juros internacional, caso a autoridade monetária resolva elevar a taxa de juros doméstica, este efeito resultará em uma maior entrada de capitais e, conseqüentemente, levará a uma apreciação cambial. Em contrapartida, caso os investidores suspeitem da sustentabilidade fiscal do país, o aumento na aversão ao risco levará a uma fuga de capitais, depreciando a taxa de câmbio. Deste modo, a trajetória da taxa de câmbio dependerá de duas variáveis: as variações ocorridas na taxa de juros e a probabilidade de *default* da dívida pública. Assim, o canal das expectativas desempenhará um importante papel, pois, se a pressão por uma depreciação superar a pressão por apreciação cambial, o aumento da taxa de juros, promovido pela autoridade monetária, pode promover um resultado diferente do esperado pelo canal de transmissão tradicional, levando a um aumento da inflação em decorrência da desvalorização cambial.

Com relação ao nível da dívida pública corrente, Blanchard indica que deve haver um nível crítico para o seu tamanho, mesmo que não explicita como se determina o mesmo. Por outro lado, o autor indica que, caso a dívida pública esteja num nível abaixo do valor crítico, os aumentos promovidos na taxa de juros não provocarão grandes efeitos no montante da dívida que, por conseguinte, não afetará de forma significativa a probabilidade de *default*. Porém, caso a dívida pública esteja num nível acima do valor crítico, os aumentos promovidos na taxa de juros podem impactar de forma significativa o estoque de dívida pública. Desta forma, os investidores enxergam esse efeito como sinônimo de insustentabilidade fiscal do país, aumentando assim a probabilidade de *default*. Além disso, quanto maior for a dívida pública corrente, maior será a magnitude do efeito descrito.

Segundo o autor, o caso brasileiro em 2002 se enquadra bem na situação exposta acima. No decorrer do ano eleitoral, os investidores interpretaram a chegada da esquerda ao poder como sinônimo de elevação dos gastos públicos e, conseqüentemente, deterioração das contas públicas do país. Assim, com receio das ações que o novo governo poderia tomar, os investidores ficaram mais avessos ao risco, retirando de forma expressiva os capitais do país. Esse efeito acabou provocando uma desvalorização significativa da taxa de câmbio, resultando em um aumento da inflação. Por se tratar de um regime de metas de inflação, o Banco Central do Brasil, em virtude do aumento da inflação em patamar superior à meta

previamente estipulada, deveria elevar a taxa de juros nominal de curto prazo mais do que proporcionalmente ao aumento inflacionário. Entretanto, o autor argumenta que as reduções da taxa de juros promovidas pelo Banco Central durante o ano de 2002, apesar da elevação das expectativas inflacionárias, foram realizadas por conta da preocupação da autoridade monetária com o serviço da dívida. Porém, quando o Banco Central resolveu aumentar a taxa de juros por conta da inflação, o resultado acabou sendo uma deterioração ainda maior das contas fiscais por conta do impacto sobre o serviço da dívida, o que levou a um aumento da probabilidade de *default* da dívida pública, que por sua vez, acentuou a fuga de capitais externos e depreciou o real, ao invés de apreciá-lo.

Assim, o estudo de Blanchard expõe que, diante de uma situação fiscal deteriorada, a condução e credibilidade do regime de metas de inflação podem ser colocadas em risco. À medida que o Banco Central eleva a taxa de juros, maior será a probabilidade de *default* da dívida pública, aumentando a percepção de risco dos agentes que, por sua vez, acabam retirando capital estrangeiro do país, gerando desvalorização cambial. À medida que a moeda nacional se desvaloriza maior serão os custos de importação de bens e serviços, refletindo no aumento inflacionário. Segundo o autor, como o principal instrumento de política monetário para combater a inflação está acentuando o problema inflacionário, a solução para tal cenário não é a utilização da política monetária, mas sim a utilização da política fiscal.

Segundo Blanchard, no modelo desenvolvido pelo mesmo, um aumento no superávit primário resultaria em uma redução da probabilidade de inadimplência, pois, os agentes entenderiam que a autoridade fiscal estaria comprometida com a sustentabilidade da dívida pública. A partir disso, os agentes notariam o país como sendo mais estável para se investir, promovendo assim um fluxo de capitais estrangeiros para o país. Por conta da entrada desse fluxo de capitais no país, a taxa de câmbio se valorizaria e traria a inflação para baixo. Para o autor, a política de aumento dos superávits primários parecia ter sido a política adotada pelo novo governo eleito no ano de 2003 (BLANCHARD, 2004, p. 28).

Além disso, o autor também evidencia alguns possíveis fatores que auxiliaram a recuperação brasileira após a eleição, como por exemplo: compromisso do novo governo eleito em adotar metas de superávit primário, anúncio de uma reforma no sistema previdenciário e anúncio da continuidade da equipe econômica do ex-presidente, a qual tinha um viés mais conservador de acordo com o mercado. Tais fatores acabaram sinalizando para os investidores o compromisso e preocupação do governo com a questão fiscal. Portanto, a adoção destas medidas proporcionou aos investidores a confiança de que a solvência fiscal de curto e médio prazo do Estado brasileiro estava garantida, possibilitando assim uma redução

na probabilidade de calote da dívida pública, contribuindo de forma significativa para redução da fuga de capitais e, possivelmente, maior entrada de fluxo de capitais estrangeiros no país, apreciando a taxa de câmbio e, conseqüentemente, reduzindo a inflação.

Por fim, Blanchard encerra seu artigo lembrando que não basta apenas olhar para o canal do câmbio a fim de aferir qual será o resultado da política monetária adotada. Sendo também de suma importância considerar o efeito direto da taxa de juros sobre a demanda agregada, apesar desta condição não está contemplada em seu modelo. Além disso, segundo o autor, os juros praticados no Brasil são tão altos que acaba inviabilizando a tomada de empréstimos por parte das empresas e dos consumidores, por conseguinte, o principal tomador de empréstimos na economia acaba sendo o governo. Por outro lado, por conta desta particularidade, o efeito do aumento ou redução da taxa de juros acaba recaindo sobre a dinâmica fiscal.

Portanto, o episódio retratado acima é mais uma possibilidade de interação entre política fiscal e política monetária, onde a instabilidade econômica gerada pela incerteza das eleições de 2002 é considerada como um exemplo de como a trajetória de variáveis fiscais pode afetar a condução da política monetária, de forma que a autoridade monetária não é capaz de controlar a inflação, mesmo diante de um regime de metas de inflação.

3 Dominância Monetária da Política Fiscal: O caso Brasileiro

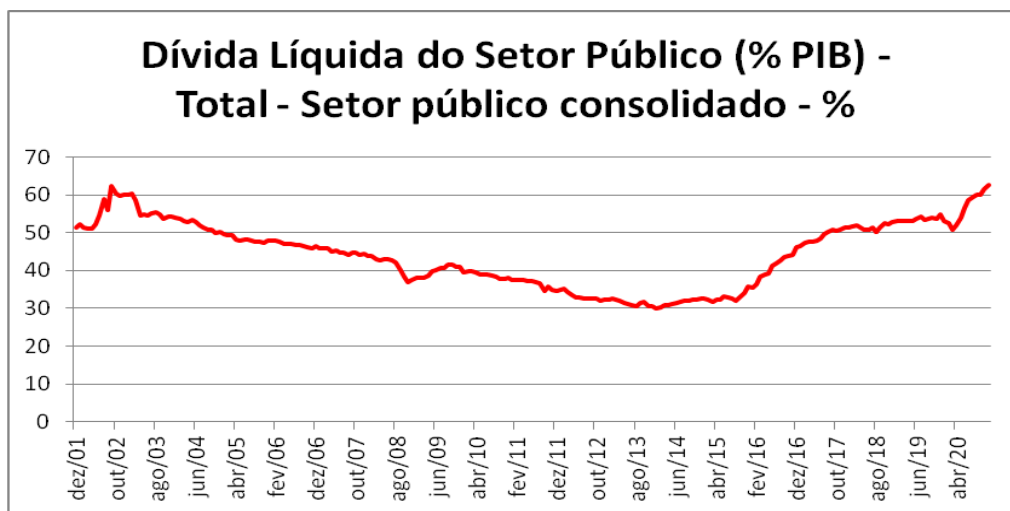
Como apresentado no primeiro capítulo, as políticas monetária e fiscal possuem papéis distintos na economia. Além disso, existe um intenso debate entre acadêmicos e formuladores de política econômica a respeito de como deve ser a condução desses instrumentos de política macroeconômica. Partindo desse ponto, antes de iniciarmos a análise dos trabalhos empíricos a respeito dos regimes de dominância da economia brasileira, esta seção será dedicada a apresentar o comportamento de algumas variáveis que possam sugerir uma possível inter-relação entre essas políticas, bem como identificar o regime de dominância que a economia brasileira se encontra.

O gráfico 1 evidencia a evolução da dívida líquida do setor público consolidado em proporção ao PIB. Embora a dívida líquida apresentasse uma tendência de queda após a adoção do Plano Real, tal tendência foi revertida em meados de 2016 e continuou crescente. Para título de comparação, se no início de 2002 a dívida se encontrava em aproximadamente 52,5% do PIB, em 2014 ela caiu para aproximadamente 30% do PIB. Por outro lado, se no

início de 2016 a dívida era aproximadamente 35% do PIB, observa-se que ao final de 2019 ela já se encontrava em 55%. Por conta da pandemia, a dívida se deteriorou ainda mais, alcançando 62% do PIB ao final de 2020 e apresentou uma trajetória ascendente.

Tal evolução da dívida pode acabar aumentando a desconfiança dos investidores quanto à sustentabilidade da dívida pública e aumento da percepção de monetização futura da dívida.

Gráfico 1 - Evolução da Dívida Líquida do Setor Público Consolidado (% PIB)

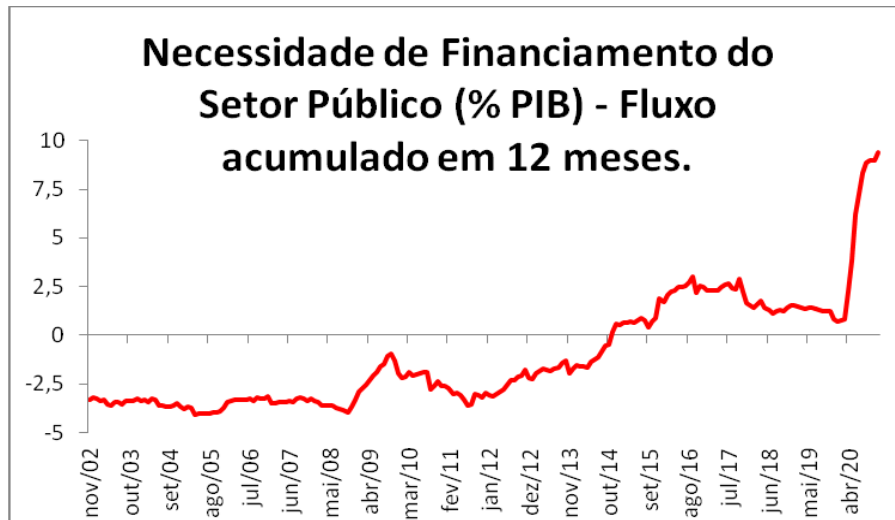


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil.

Outro indicador importante que mensura a condução da política fiscal são as necessidades de financiamento do setor público (NFSP). No gráfico 2, é possível notar que a NFSP – resultado primário apresentava valores negativos até outubro de 2014. Em outras palavras, o país vinha apresentando superávit primário. Por outro lado, a partir de novembro de 2014, há uma mudança de panorama e o país começa a apresentar valores positivos, indicando recorrentes déficits públicos primários. Por conta da pandemia, essa dinâmica de necessidade de financiamento chegou a um total de mais de 9% do PIB na metade do ano de 2020. Tal resultado se deu por conta do aumento de transferências do governo a fim de reduzir os efeitos econômicos provocados pela crise sanitária.

Tal necessidade de financiamento do setor público está diretamente ligada com a estabilização da dívida pública em proporção do PIB. Assim sendo, de acordo com as condições de um regime de dominância monetária, é necessário financiar a dívida pública por meio de títulos da dívida ou promover ajustes fiscais que possam gerar superávits primários.

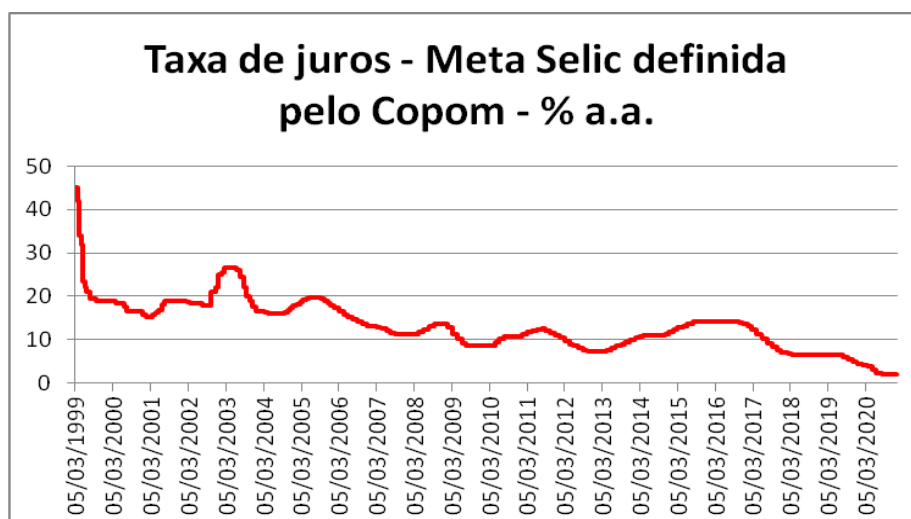
Gráfico 2 - Necessidade de Financiamento do Setor Público (%PIB) - Fluxo acumulado em 12 meses – Resultado Primário



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

Como exposto no primeiro capítulo, após a adoção do regime de metas de inflação, a taxa de juros (SELIC) tornou-se o principal instrumento de política monetária para combater a inflação. Portanto, a autoridade monetária deve fixar as metas para inflação com base nas variações anuais do IPCA e responder de maneira firme as ameaças inflacionárias. De acordo com o gráfico 3, observa-se que a taxa SELIC vem apresentando tendências de queda apesar de permanecer em altos patamares. Além disso, vale notar que autoridade monetária respondeu de maneira efetiva em situações de pressão inflacionária, como no ano de 2003. Em 2020, o Banco Central precisou reduzir a SELIC em 2% com o intuito de estimular a economia e reduzir os efeitos deletérios da pandemia.

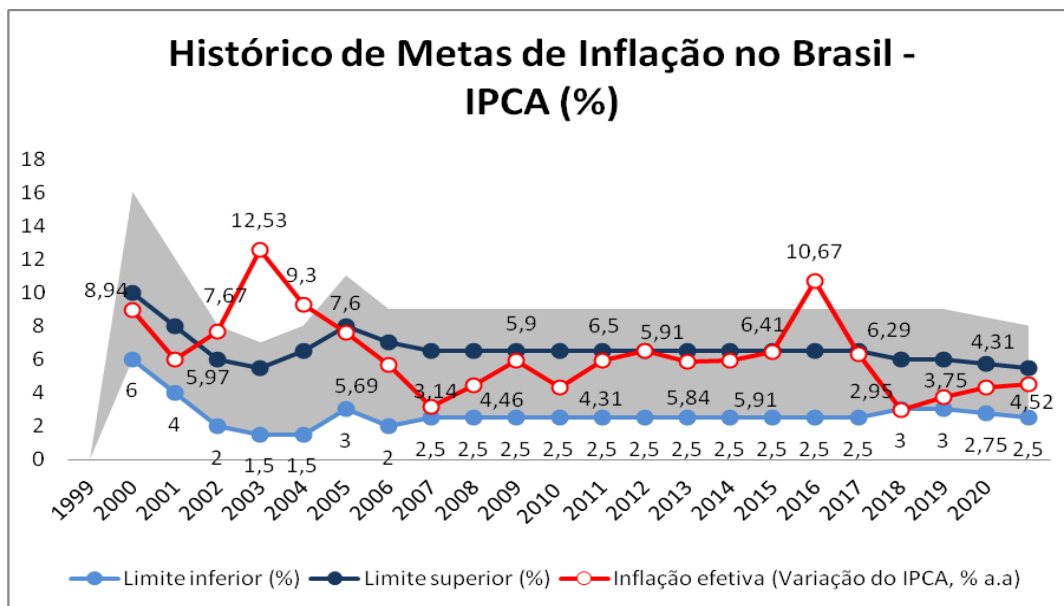
Gráfico 3 - Taxa de Juros - Meta SELIC (%)



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

Com relação à inflação efetiva anual (IPCA), por meio do gráfico 4, observa-se que a autoridade monetária tem obtido êxito em controlar a inflação e ancorar as expectativas dos agentes. Desde a implementação do regime de metas de inflação até 2020, apenas em poucas ocasiões a inflação efetiva extrapolou as metas previamente delimitadas (2001, 2002, 2003, 2015, 2017). Tal desempenho demonstra credibilidade da autoridade monetária, caracterizando perfeitamente um regime de dominância monetária.

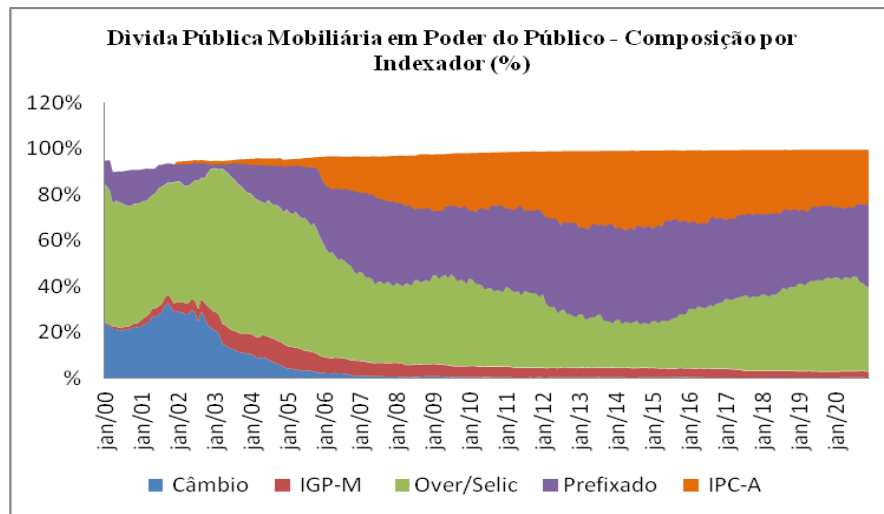
Gráfico 4 - Histórico de Metas de Inflação no Brasil - IPCA (%)



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

Outro indicador que merece destaque é a composição da dívida mobiliária. A partir do gráfico 5, observa-se a expressiva mudança em relação a sua composição, tendo destaque para a redução da dívida externa vinculada à taxa de câmbio, e para o aumento dos títulos prefixados e indexados a índices de preço. Além disso, observa-se também uma queda dos títulos indexados a SELIC, mas que ainda possuem uma expressiva relevância de aproximadamente 33% da dívida pública. Apesar dos títulos indexados a SELIC terem diminuído a sua participação, eles ainda exercem forte influência no aumento da dívida pública quando se aumenta a SELIC.

Gráfico 5 - Dívida Pública Mobiliária em Poder do Público - Composição por Indexador (%)

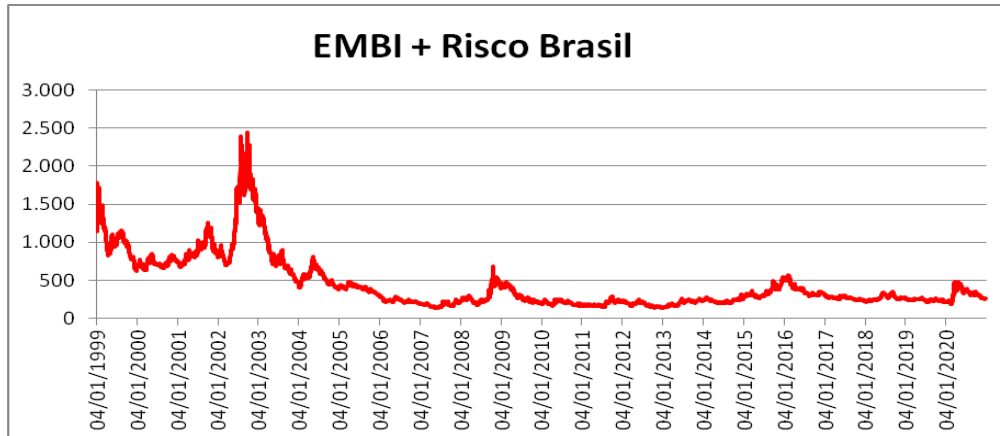


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil.

Outro indicador importantíssimo é o EMBI+. Tal indicador mensura o desempenho periódico dos títulos da dívida dos países emergentes em relação aos títulos do tesouro americano. Além disso, o índice tem como base os bônus emitidos por este grupo de países emergentes e apresenta os rendimentos diários obtidos por uma carteira selecionada de títulos. O EMBI+ é utilizado pelos investidores com o intuito de compreender o risco associado a investir no país. Portanto, quanto maior for o seu valor, maior será a percepção de risco para aquele país. Em momentos de crise externa ou de forte desconfiança com relação às contas públicas, o EMBI+ pode se elevar e afetar outras variáveis, como por exemplo, a taxa de câmbio.

A partir do gráfico 6, pode-se observar que o EMBI + Brasil vem apresentando uma trajetória de queda quando comparado com as crises de confiança do início dos anos 2000. Vale destacar que o início da pandemia acendeu uma forte reação dos investidores, provocando um aumento do spread do EMBI+ para aproximadamente 441 pontos base em março de 2020. Entretanto, durante o ano de 2020, o valor foi reduzindo e encerrou o ano em aproximadamente 259 pontos base. Mesmo com a pandemia, a percepção de risco dos investidores não foi tão forte quanto nas eleições de 2002, onde o EMBI+ Brasil ultrapassou a marca de 1.000 pontos base em boa parte do ano.

Gráfico 6 - EMBI + Risco Brasil

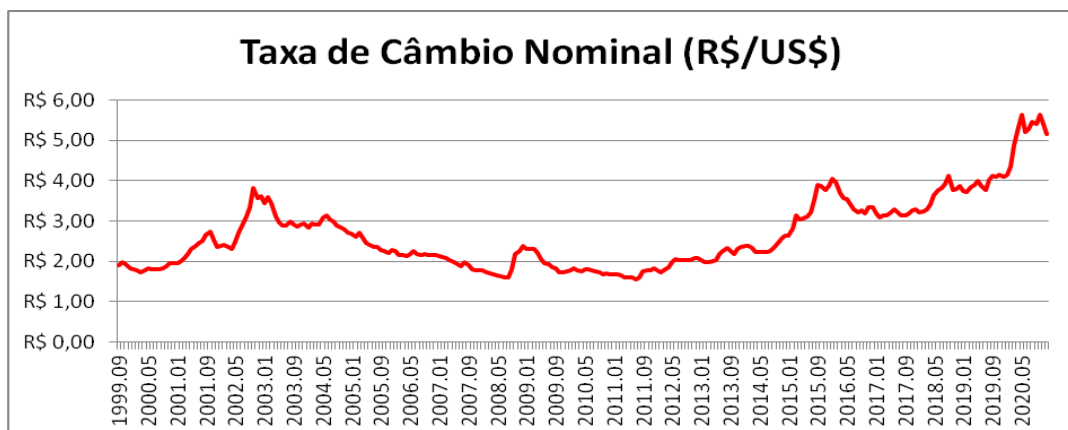


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do IPEADATA.

Por fim, outra variável importantíssima e que tem forte relação com as demais é a taxa de câmbio. Por meio do gráfico 7, observa-se que o câmbio se depreciou fortemente em momentos críticos da economia brasileira e em momentos de choques externos adversos. Como exemplos de momentos críticos e choques adversos destacam-se: a crise gerada por conta das eleições de 2002, crise política e econômica de 2016, eventuais aumentos do preço internacional de petróleo e a crise da pandemia de 2020.

Além disso, vale a pena destacar que a taxa de câmbio está diretamente relacionada com a percepção de risco dos investidores. Portanto, se os agentes do mercado desconfiarem da condução das políticas monetária e fiscal, os mesmos podem retirar os seus recursos do país o que gera uma depreciação cambial.

Figura 7 - Taxa de Câmbio Nominal (R\$/US\$)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do IPEADATA.

3.1 Trabalhos empíricos a respeito da dominância fiscal e monetária no Brasil

Dado o arcabouço teórico exposto nos capítulos anteriores, com o intuito de investigar qual regime de dominância predominou ao longo dos anos no Brasil, a presente seção abordará os trabalhos empíricos dedicados a testar a hipótese de dominância monetária ou fiscal no caso brasileiro, compreendendo o período de 1999 a 2020. Portanto, serão apresentados estudos que de alguma maneira tentaram identificar a existência de dominância monetária ou fiscal em diferentes períodos de tempo no Brasil.

A fim de verificarem se o regime fiscal no Brasil pode ser classificado como não-ricardiano, Rocha e Silva (2004) utilizaram uma metodologia baseada no estudo de Canzoneri, Cumby e Diba (1998). Nesse sentido, as autoras estimaram um modelo de vetores autorregressivos (VAR), mais especificamente a ferramenta de impulso resposta, com seis defasagens, a fim de verificar o efeito que o superávit fiscal em proporção do PIB exerce nos níveis de dívida pública, também em proporção do PIB, nos períodos subsequentes.

Portanto, para que se tenha um regime não-ricardiano, um choque no superávit em proporção do PIB deve provocar um aumento da relação dívida/PIB no próximo período ($t + 1$), ou não provocar nenhuma reação. Por outro lado, para se verificar a existência de um regime ricardiano, um choque no superávit primário/PIB deve provocar uma redução da relação dívida/PIB no futuro. Pois, diante desse regime, os superávits são necessários para garantir o equilíbrio da restrição intertemporal do governo.

Por outro lado, as autoras chamam a atenção de que o resultado de um choque no superávit que gera uma redução da dívida no futuro também pode ocorrer em um regime não-ricardiano, tornando o resultado inconclusivo (ROCHA; SILVA, 2004, p. 423). Porém, tal resultado só ocorre caso a resposta de um choque no superávit, em si, apresentar uma correlação negativa para os períodos posteriores e aos fatores de desconto.

Como resultado dos testes estatísticos, as autoras encontraram uma resposta negativa e significativa da dívida a um choque positivo no superávit em dois períodos subsequentes, ou seja, um aumento do superávit provoca uma redução da dívida no futuro. Além disso, pelo fato das séries de superávits apresentarem autocorrelação positiva, o superávit no presente afeta os superávits futuros. Portanto, segundo os resultados encontrados, no período de 1966 a 2000, a economia brasileira se encontrava em um regime ricardiano, ou seja, prevalecendo a tese de dominância monetária. Além disso, os resultados encontrados são robustos face às variações do produto nominal e dos fatores de desconto (ROCHA; SILVA, 2004).

Fialho e Portugal (2005) examinaram qual regime de dominância, monetária ou fiscal, predominou no Brasil após a implementação do Plano Real. Com o intuito de alcançar esse objetivo, os autores dividiram o artigo em duas partes. Na primeira parte, utilizando a base teórica da Teoria Fiscal do Nível de Preços e a metodologia utilizada por Canzoneri, Cumby e Diba (2000), os autores estimaram um modelo vetorial autorregressivo (VAR) para as séries de dívida/PIB e superávit primário/PIB com intuito de auferir uma possível relação entre essas variáveis. Na segunda parte, os autores estimaram um modelo vetorial autorregressivo com mudanças de Markov (MS-VAR) para a taxa de juros – via função impulso resposta e para a série de superávit primário/PIB. Ao utilizar esse método, os autores buscam verificar se há mudanças de regime nas interações entre política monetária e fiscal no Brasil, no período pós-Plano Real. Dessa forma, pode-se identificar qual regime de dominância o país se encontra.

No caso de uma dominância fiscal, os superávits e déficits primários são determinados independentemente do nível da dívida. Dessa forma, as obrigações fiscais do governo devem ser satisfeitas por meio da oferta monetária e do nível de preços. Em contrapartida, no caso de uma dominância monetária, o superávit primário deve responder ao nível da dívida de forma a garantir a solvência fiscal do governo, assim sendo, o estoque de moeda e o nível de preços podem ser determinados por meio da oferta e demanda de moeda (FIALHO; PORTUGAL, 2005, p. 659-660).

Fialho e Portugal (2005) utilizaram dados mensais correspondentes ao período de janeiro de 1995 a setembro de 2003. Além disso, como a série de dados utilizada pelos autores não exibiram estacionaridade, os mesmos optaram por diferenciar a série e, em seguida rodar o VAR. Por conseguinte, segundo os resultados da função impulso resposta, um choque no superávit primário/PIB provoca uma resposta negativa, porém não significativa, na dívida/PIB a partir do período $t + 1$ em diante. Em outras palavras, um choque no superávit primário/PIB provoca uma queda na razão dívida/PIB a partir do segundo período em diante. Além disso, foi constatado que a resposta positiva do superávit primário a um choque em si provoca aumento dos superávits no futuro. Portanto, não se observa um regime não-ricardiano.

Por sua vez, segundo os resultados estatísticos do MS-VAR, para o período anterior a 1999, a economia brasileira assinalava uma política monetária restritiva com altas taxas de juros e uma política fiscal com tendências expansionistas, ou seja, identificada pelas sucessivas reduções de superávits primários. Por outro lado, após a adoção do regime de metas de inflação, identificou-se uma política monetária expansionista, ou seja, com baixas

taxas de juros em relação ao período anterior e, uma política fiscal cada vez mais austera (FIALHO; PORTUGAL, 2005, p. 678).

Portanto, segundo os resultados obtidos por meio do VAR e MS-VAR, a política monetária atua de forma ativa, ao passo que a política fiscal atua de forma passiva. Nesse sentido, o estudo indica um regime de dominância monetária no período analisado.

Carneiro e Wu (2005) defendem a hipótese de que o elevado endividamento público pode gerar consequências sobre o risco de default. Em seu estudo para o período de 1995 a 2002, os autores apresentaram duas formas pelas quais um endividamento elevado, seja interno ou externo, pode fazer com que as decisões de política monetária provoquem efeitos indesejáveis, ao se ignorar efeitos contracionistas provocados por conta das depreciações cambiais. A primeira forma citada diz respeito ao elevado endividamento público atrelado à desconfiança dos agentes do mercado em relação a sustentabilidade das contas públicas brasileiras no longo prazo. Por sua vez, a segunda forma corresponde ao elevado endividamento privado externo, gerado por duas situações: 1) Falta de capacidade de emitir dívida externa na própria moeda, por parte dos países emergentes, de forma que o seu passivo externo seja dolarizado, e 2) Mercados imperfeitos de crédito que limitam o crédito dos tomadores de empréstimo.

Segundo a tese dos autores, a dominância fiscal é definida como a situação na qual o estoque de dívida líquida do setor público já se encontra em um patamar próximo a seu máximo, no qual sua sustentabilidade é crível às taxas reais compatíveis com o crescimento da economia. Com o intuito de comprovar essa tese, os autores estimaram um modelo relacionando o risco-país (*spread* do *C-bond*) e a dívida líquida do setor público. Segundo os resultados encontrados pelos autores, o efeito que um aumento da dívida provoca sobre o prêmio de risco só é significativo após ela ultrapassar 56% do PIB.

Posteriormente, os autores estimaram uma curva de Phillips e uma curva IS, por meio do Método Generalizado de Momentos (GMM), com o intuito de verificar os efeitos que a taxa de juros exerce sobre a inflação. Além disso, os autores também estimaram mais um modelo para a taxa SELIC, para o prêmio de risco, taxa de inflação (IPCA), taxa nominal de câmbio e dívida líquida do setor público. Segundo os resultados encontrados, quando a dívida inicial ultrapassa 56% do PIB, o aumento dos juros exerce pressões sobre a dívida e sobre o prêmio de risco, de modo que esse passa a ter um comportamento explosivo. Além disso, o acréscimo marginal sobre o prêmio de risco pode ser tão alto que acaba depreciando o câmbio, ao invés de apreciá-lo, gerando uma pressão adicional sobre a taxa de inflação.

Portanto, os resultados obtidos pelos autores sugerem que a economia brasileira se encontrava sob dominância fiscal no período de 1995 a 2002.

Gadelha e Divino (2008) se propuseram a verificar a existência de um regime de dominância fiscal ou monetária na economia brasileira no período de 1995 a 2005, período pós-Plano Real. Para isso, os autores estimaram um modelo VAR para as variáveis: SELIC *over* (representando a taxa de juros nominal), a razão dívida/PIB (representando a dívida líquida do setor público), a razão superávit primário/PIB (representando as necessidades de financiamento do setor público), taxa real de câmbio e uma variável como *proxy* para representar o prêmio de risco-país.

Após a realização dos testes necessários para as variáveis, o resultado acabou sugerindo a utilização do modelo vetorial autorregressivo com mecanismo de correção de erros (VEC). Pelo fato dos autores terem como objetivo testar a casualidade entre as variáveis optaram por testar a casualidade multivariada, bem como a estimar a bicausalidade por meio do modelo autorregressivo e de defasagens distribuídas (ADL). Assim sendo, utilizam o teste de casualidade de Granger para as variáveis superávit para dívida e SELIC para dívida, caso o teste indique uma causalidade unidirecional, no sentido de Granger, identifica-se um regime de dominância monetária.

Segundo os resultados dos testes de causalidade de Granger, tanto para causalidade multivariada, quanto para bicausalidade, indicaram que a geração de superávits primários tem obtido êxito em controlar a trajetória da dívida pública. Portanto, esse resultado mostra um comprometimento da política fiscal com a sustentabilidade da dívida pública, gerando ganhos de credibilidade para a autoridade fiscal. Diante desse cenário, identifica-se um regime de dominância monetária (GADELHA; DIVINO, 2008, p. 669).

Além do mais, segundo ambos os testes de causalidade, a trajetória da dívida pública não interfere na postura assumida pela política monetária. Mostrando que a autoridade monetária age de forma autônoma, possibilitando que se concentre em seu objetivo central de controle da inflação, gerando ganhos de credibilidade para a política monetária (GADELHA, DIVINO, 2008, P. 669).

Diante das evidências empíricas apresentadas pelos autores, a economia brasileira encontrava-se sob um regime de dominância monetária no período analisado, segundo a hipótese de Sargent e Wallace (1981), enquanto que não encontraram evidências empíricas que corroborassem com a hipótese sugerida por Blanchard (2004) para o caso brasileiro.

Aguiar (2007) analisa a possibilidade da existência de dominância fiscal no Brasil do período de 1999 – ano que se implementa as metas de superávit primário pelo governo – até

2006. Para isso, a autora estima um modelo VAR com as seguintes variáveis: taxa de juros (SELIC), expectativas de inflação, prêmio de risco (EMBI) e taxa de câmbio. Segundo os resultados dos testes estimados pela autora, as variações da taxa de juros (SELIC) não provocam aumentos da expectativa de inflação e do prêmio de risco (EMBI), apesar de afetar a taxa de câmbio (aumentos na SELIC induzem à apreciação da taxa de câmbio). Portanto, não existem evidências empíricas de dominância fiscal no Brasil para o período estimado. Além disso, as funções de impulso-resposta estimadas indicam que a SELIC responde positivamente a um aumento do prêmio de risco (EMBI), a um aumento nas expectativas de inflação e taxa de câmbio.

Na segunda parte do estudo, a autora busca verificar se o governo utiliza ou obedece alguma regra de reação fiscal. Dessa forma, pode-se mensurar o efeito da dívida pública nos resultados primários do país e avaliar se a autoridade fiscal se preocupa com a sustentabilidade da dívida no sentido de evitar uma dominância fiscal.

Para estimar uma regra de reação fiscal, foram consideradas apenas as ações da política fiscal. Dessa forma, com o intuito de avaliar se o governo reage ao nível da dívida pública ajustando o seu resultado primário, a autora realizou uma regressão linear pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para as seguintes variáveis: resultado primário/PIB do período t como variável dependente e, como variáveis independentes, o resultado primário/PIB do período anterior $t-1$, dívida/PIB do período anterior $t-1$, uma variável para mensurar o nível de atividade da economia (hiato do produto) e uma variável *dummy* para representar o ciclo político (anos de eleições presidenciais) – espera-se que em anos eleitorais os gastos do governo aumentam, logo, há uma deterioração da situação fiscal do país. Com o intuito de comparar o comportamento do governo antes e depois da adoção das metas de superávit primário em 1999, a autora estimou duas regras de reação: uma para o período de 1999 a 2006 e outra para o período de 1995 a 1998.

Após os ajustes necessários, os coeficientes de inclinação, tornaram-se significativos, indicando a existência de uma regra de reação fiscal no período posterior à adoção de metas de superávit primário (1999 a 2006). Por outro lado, no período anterior a adoção das metas de superávit primário (1995 a 1998), não foi constatada uma regra de reação fiscal. Além disso, segundo os resultados estimados, os esforços na obtenção de superávits do governo Lula forma superiores as do governo FHC. Como exemplos desse maior empenho do governo Lula, pode-se destacar: já em 2003, o aumento da meta de superávit primário do setor público de 3,75% para 4,25% do PIB e a diminuição da dívida pública líquida em proporção ao PIB de 55,5% para 50,3% entre 2003 e 2006 (AGUIAR, 2007, p. 30).

Portanto, o estudo refuta a hipótese de dominância fiscal para o período analisado e conclui que as condições fiscais no Brasil não seriam causadas por conta do aumento das taxas de juros. Dessa forma, esse resultado evidencia que a autoridade fiscal se esforça para que a política fiscal não cause constrangimentos na condução da política monetária. Além disso, a regra de reação fiscal estimada para o período analisado indica que o governo ajusta o seu superávit em resposta a mudanças na trajetória da dívida pública e no nível de atividade econômica. Assim sendo, dado um aumento da dívida pública (em virtude da parcela da dívida indexada a taxa de juros), leva o governo a reagir aumentando o seu superávit primário, a fim de garantir a sustentabilidade da relação dívida/PIB no longo prazo (AGUIAR, 2007, P. 37). Tal resultado leva a crer que a economia brasileira se encontrava em um regime de dominância monetária no período de 1999 a 2006.

Ornella e Portugal (2011) se propuseram a investigar o grau de dominância fiscal ao qual a economia brasileira estava subordinada. Para isso, os autores utilizaram um modelo DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*) para os dados do período de 1999 a 2009. O grau de dominância fiscal investigado é representado pela proporção da dívida pública paga por meio da geração de superávits primários. Além disso, a modelagem é realizada tomando como base uma economia fechada, considerando as seguintes características: existência de um indivíduo representativo que é maximizador de consumo intertemporal; considera a existência de firmas que produzem um único bem e são divididas em produtoras e intermediárias de bens finais e uma autoridade monetária e uma autoridade fiscal que representam o governo. Neste contexto, os parâmetros do modelo são estimados por meio de técnicas bayesianas.

Portanto, o estudo não avalia se a economia está inserida em um cenário de dominância fiscal, apenas avalia o quanto a autoridade fiscal exerce domínio sobre a autoridade monetária. Os resultados encontrados no modelo DSGE indicaram que o Brasil possuía uma baixa taxa de imposição da política fiscal sobre a monetária, no período analisado (baixo grau de dominância fiscal). Assim sendo, esse resultado demonstrou que a autoridade monetária pôde obter sucesso no controle do nível de preços na maior parte do período analisado. Portanto, mesmo diante de altas taxas de juros e inflação, quando comparado a padrões internacionais, pode-se inferir que a autoridade monetária possui um alto grau de liberdade para combater à inflação no Brasil, logo, o regime de metas de inflação teria obtido êxito em seu propósito (ORNELLAS; PORTUGAL, 2011). Assim, o resultado encontrado pelos autores indica uma política monetária ativa que obtém sucesso em controlar as pressões inflacionárias e não é constrangida pelas ações da política fiscal, apesar da deterioração das contas fiscais.

Araújo e Besarria (2014) publicaram um artigo que analisa a existência de uma relação de longo prazo entre as variáveis fiscais e monetárias, bem como, procuram se há alguma relação de repasse entre as políticas monetária e fiscal no curto prazo. O principal escopo do trabalho foi analisar se as relações verificadas em Blanchard (2004) para o período de 1999 a 2003 continuariam sendo válidas para o período 2003 a 2009 – período de análise dos autores. Para compor a base de dados utilizada no estudo, os autores utilizaram como variáveis as informações do índice baseadas nos bônus (títulos de dívida) emitidos pelos países emergentes (EMBI+), a taxa de juros SELIC, dívida líquida do setor público em proporção do PIB, índice da taxa de câmbio efetiva real e a necessidade de financiamento do setor público em proporção ao PIB (NFSP).

Com relação aos procedimentos metodológicos, os autores recorreram a um modelo Vetor de Correção de Erros (VECM). O modelo VECM tem a finalidade de identificar a relação de longo prazo entre as séries de dados, bem como, a relação de repasse entre as políticas monetária e fiscal no curto prazo.

O resultado do modelo estimado indicou que a política fiscal e monetária estavam interligada, de acordo com os testes propostos. Com relação aos choques (repasse) de curto prazo, os autores constataram que um aumento da taxa de juros provoca um efeito de apreciação cambial, assim como na teoria convencional. Além disso, a taxa de câmbio também é influenciada negativamente pelo prêmio de risco, logo, um aumento do prêmio de risco leva a uma apreciação cambial, contrariando a tese exposta por Blanchard (2004) – aumento do prêmio de risco deveria depreciar a taxa de câmbio.

Outro resultado evidenciado pelos autores é que quanto maior o aumento da dívida pública, maior será a NFSP. Portanto, quando a dívida pública é reduzida – aumento do superávit primário – a NFSP será menor, denotando ganhos de credibilidade para a política fiscal, o que corrobora para a tese de dominância monetária de Sargent e Wallace (1981). Além disso, esse resultado acaba contribuindo para a NFSP afetar o EMBI e a taxa SELIC (quanto menor a NFSP, menor será o prêmio de risco demandado pelos agentes e menor será a taxa de juros).

Os autores refutam a tese de dominância fiscal após observarem que a taxa SELIC e o prêmio de risco (EMBI) não possuem nenhuma relação causal. Assim sendo, a tese de que um aumento da taxa SELIC provoca um aumento no prêmio do risco não encontra evidência empírica para o período analisado pelos autores. Além disso, a taxa SELIC provoca efeitos na taxa de câmbio, revelando que Banco Central reage a variações da taxa de câmbio por meio de instrumentos de política monetária. Embora a taxa SELIC não afete a razão dívida/ PIB,

ela possui impacto positivo na NFSP, como citado anteriormente. Pois, uma parcela da dívida pública estava indexada a taxa SELIC (cerca de 30%). Portanto, variações na SELIC provocam efeitos na dívida pública e para mantê-la solvente, a autoridade fiscal deve aumentar o seu superávit primário (ARAÚJO; BESARRIA, 2014, p. 67).

Os resultados obtidos pelos autores mostram que as políticas monetária e fiscal estão interligadas e que, para o período analisado, prevaleceu um regime de dominância monetária. Além disso, os resultados encontrados por Blanchard (2004) não encontraram respaldo empírico para o período.

Ferreira (2015) analisou a coordenação entre as políticas monetária e fiscal brasileira, mais precisamente no âmbito dos regimes de dominância monetária e fiscal para o período de 2003 a 2013. Com o intuito de verificar qual das duas políticas exerce dominância sobre a outra, o autor utilizou as seguintes variáveis de periodicidade mensal: taxa de juros (SELIC), dívida pública/PIB (DLSP), superávit primário/PIB, taxa de câmbio real e uma variável para representar o risco país (CDS).

Para alcançar os seus objetivos, o autor realizou um teste de causalidade de Granger para avaliar se havia alguma relação entre a taxa SELIC, o superávit primário e a dívida pública, bem como checar a relação entre a taxa de câmbio real e o risco país com as demais variáveis. Além disso, o autor também utilizou a metodologia do VAR estrutural com o intuito de avaliar de forma dinâmica as relações entre as variáveis, colocando restrições temporais de longo prazo.

Segundo os resultados obtidos nos testes de causalidade de Granger, os superávits primários gerados podem estabilizar ou até mesmo reduzir a relação dívida/PIB. Portanto, para o período analisado, esse resultado mostra indícios de um cenário de dominância monetária segundo a tese proposta por Sargent e Wallace (1981).

Com relação aos outros resultados encontrados nos testes de causalidade no sentido de Granger, constatou-se que as oscilações cambiais podem provocar alterações na SELIC. Pois, os investidores estrangeiros fazem aplicações no Brasil levando em consideração às taxas de juros, logo, dependendo da taxa de câmbio, as aplicações indexadas a SELIC podem aumentar ou reduzir.

Outro resultado encontrado é que o grau de endividamento público afeta a avaliação externa da economia do país. Portanto, um aumento da dívida pública leva a uma maior probabilidade de risco de *default*, provocando um aumento do risco país (CDS). Assim, a credibilidade da política fiscal pode aumentar ou diminuir o *score* de risco do país.

Além disso, ao avaliarem que o risco país aumentou, os investidores estrangeiros retiram os seus recursos do país, levando a uma depreciação cambial. Vale destacar que o cenário oposto (apreciação cambial por conta do menor risco percebido) também é possível.

Por fim, um maior esforço fiscal para gerar superávits primários é percebido de maneira positiva pelos investidores externos, logo, há uma melhora na avaliação do risco país. Segundo o autor, esse seria o motivo pelo qual o governo brasileiro teria se esforçado em aumentar o seu superávit primário para o ano de 2014, já que era visto com desconfiança pelo mercado (FERREIRA, 2015).

Com relação aos resultados encontrados na estimativa do VAR estrutural, segundo a análise das funções de impulso-resposta para a dívida pública, um aumento do superávit primário provoca uma redução da relação dívida pública/PIB. Pois, a captação de mais receitas foi utilizada para o pagamento da dívida. Além disso, um choque na taxa SELIC também provoca um aumento da relação dívida pública/PIB, devido a uma parcela da dívida pública estar indexada à taxa SELIC. Um choque na taxa de câmbio e no CDS sugere uma queda inicial da dívida pública, mas que não é permanente.

Por sua vez, segundo a análise das funções de impulso-resposta para o superávit primário, um choque na SELIC provoca um aumento do superávit primário. Pois, como o aumento da SELIC provoca um aumento da dívida pública, o governo se esforça em aumentar o superávit primário a fim de reduzir a dívida pública. Além disso, um choque na taxa de câmbio também provoca um aumento do superávit primário. Pois, exigirá um maior esforço fiscal para equilibrar uma possível variação da dívida pública indexada em moeda estrangeira. Tal comportamento é similar ao que ocorre com o CDS, cujo choque pode mudar a percepção dos investidores em relação às condições fiscais do país, logo, o governo aumentará o seu superávit a fim de demonstrar o seu comprometimento com a sustentabilidade da dívida, evitando assim a fuga de capitais.

De acordo com a análise das funções de impulso-resposta para a taxa SELIC, um choque positivo do superávit primário provoca um aumento da SELIC, mas que não se estende por muito tempo. Tal resultado mostra que, um aumento do superávit primário a fim de reduzir a dívida pública propicia uma maior autonomia para a autoridade monetária definir a taxa de juros ideal que combaterá a inflação.

Por outro lado, um choque na dívida pública provocou uma variação negativa da SELIC, ou seja, dado um aumento da dívida pública, há indícios que a autoridade monetária pode ter reduzido ou mantida constante a taxa SELIC para não deteriorar ainda mais as contas fiscais. Apesar de o resultado colaborar para a tese de dominância fiscal, para o período

analisado, há indícios que o governo brasileiro também promove aumentos do superávit primário em momentos de aumento da dívida pública, refutando a tese de dominância fiscal para o período.

Por fim, um choque positivo no CDS provoca um aumento da taxa SELIC em um momento inicial. Tanto as relações no sentido Granger quanto do VAR estrutural entre a SELIC e o CDS indicam que melhorias na percepção dos investidores externos podem ser conquistadas por meio da credibilidade da política monetária.

Portanto, os principais resultados das análises de casualidade encontrados por Ferreira (2015) indicam que a autoridade fiscal está comprometida com a trajetória do endividamento público. Assim sendo, a autoridade monetária teria autonomia para perseguir o seu objetivo de controlar o nível de preços e não sofreria constrangimentos de ordem fiscal, em virtude da dinâmica da dívida pública, enquadrando-se num regime de dominância monetária. Por outro lado, segundo a análise do VAR estrutural, um choque na dívida pública provoca uma variação negativa na taxa SELIC, indicando que a autoridade monetária não é tão autônoma assim.

Nóbrega, Maia e Besarria (2020) propõem investigar qual regime de dominância (monetária ou fiscal) predominou na economia brasileira para o período compreendido de 2003 a 2015. Para compor a base de dados utilizada no estudo, os autores utilizaram as seguintes variáveis com periodicidade mensal: dívida líquida do setor público/PIB (DLSP), necessidade de financiamento do setor público/PIB – resultado nominal (NFSP), expectativas de inflação (IPCA), taxa de juros (SELIC), taxa de câmbio real efetiva, necessidade de financiamento do setor público – resultado primário (NFSSP), oferta monetária (M1), EMBI+ (risco Brasil) e uma variável *dummy*.

Para alcançar o objetivo proposto, nos procedimentos metodológicos, os autores estimaram um modelo de vetores autorregressivos (VAR) a fim de analisar os efeitos dos choques positivos nas séries de dados da dívida pública (DLSP) e taxa SELIC sobre as demais variáveis do modelo.

De acordo com os resultados obtidos por meio da função impulso-resposta, um choque expansionista da dívida pública afeta de forma negativa a necessidade de financiamento do setor público no primeiro momento, sendo revertida após alguns períodos, tornando-se maior, em magnitude, ao estágio inicial. Dessa forma, esse resultado sugere um aumento da geração de superávits primários, no curto prazo, a fim de manter a relação DLSP/PIB estável. Esse comportamento explicita o comprometimento da autoridade fiscal em estabilizar a dívida por

meio da geração de superávits primários. Tal resultado indica a vigência de um regime de dominância monetária, conforme defendida por Sargent e Wallace (1981).

Além disso, a expansão da dívida pública também afeta positivamente as expectativas de inflação. Dessa forma, um aumento das expectativas inflacionárias leva a autoridade monetária a responder via aumento da taxa de juros. Esse resultado demonstra o comprometimento da autoridade monetária em controlar as expectativas de inflação.

O choque expansionista da dívida pública também afeta o câmbio e o prêmio de risco. Assim, devido a um aumento da dívida pública, ocorre um aumento do prêmio de risco, pois, o novo estoque da dívida sugere uma maior probabilidade de *default* da mesma, provocando um aumento do *spread* demandado pelos investidores estrangeiros e acarretando em uma depreciação cambial via fuga de capitais.

Por fim, um choque na DLSP provoca uma resposta negativa da oferta monetária (M1). Segundo esse resultado, caso a dívida aumente, não há monetização da mesma. Isso confirma que o principal instrumento para estabilizar a dívida pública em patamares sustentáveis é por meio da geração de superávits. Esse resultado também indica a vigência de um regime de dominância monetária.

Analisando a função impulso-resposta para um choque na taxa SELIC (aumento), os autores constataram que a dívida pública e a necessidade de financiamento do setor público reagem positivamente. Para os autores, o aumento da DLSP ocorre, pois, uma parcela da sua composição está indexada à taxa SELIC. Em relação à NFSP, o seu aumento se dá por conta do aumento da dívida, logo, a ampliação do endividamento aumenta a necessidade por financiamento do setor público (superávits).

Além disso, um choque expansionista na taxa SELIC provoca uma resposta negativa sobre as expectativas de inflação, tal resultado comprova a eficácia da política monetária em acomodar as expectativas inflacionárias. Esse resultado também sugere a existência de uma relação de dominância monetária.

Por fim, a elevação da taxa SELIC provoca efeitos positivos no câmbio, levando a uma apreciação cambial. Em relação ao prêmio de risco, num primeiro momento, o prêmio de risco se eleva em decorrência do aumento da dívida causada pelo aumento da taxa SELIC. Porém, esse cenário é revertido posteriormente, por conta do ganho de credibilidade da política monetária ao controlar as expectativas inflacionárias.

Portanto, os resultados encontrados por meio do modelo VAR indicam que, no período analisado, o Brasil se encontrava sob o regime de dominância monetária. Pois, há a presença de uma autoridade fiscal comprometida com a estabilização da relação DLSP/PIB por meio da

geração de superávit primário, enquanto também evidencia uma autoridade monetária que consegue conter as pressões inflacionárias por meio da taxa de juros.

Na segunda parte do artigo, os autores analisaram a ocorrência de mudança estrutural no período recente. Para isso, realizaram estimações de modelos com variáveis *dummy* por meio dos métodos de momentos generalizados (GMM) e de mínimos quadrados ordinários (MQO). Tal análise foi feita com o intuito de verificar se realmente existe o esforço da autoridade fiscal para manter estável a relação DLSP/PIB (dominância monetária) ou se ocorre monetização da dívida para manter a solvência do governo (dominância fiscal). Além disso, a análise foi executada para verificar as relações entre as variáveis dívida líquida (DLSP), necessidade de financiamento primário (NFSSP), oferta monetária (M1) e necessidade de financiamento nominal (NFSP).

Os resultados das estimações constataram que ocorreu uma mudança de regime na relação entre as variáveis a partir do ano de 2011. Além disso, após o ano de 2011, verificou-se um maior endividamento por conta dos superávits não serem suficientes para cobrirem a dívida líquida. Com relação à oferta monetária (M1), após o ano de 2011, verificou-se uma relação negativa entre M1 e a DLSP. Segundo esse resultado, sugere-se que o estoque monetário passou a provocar reduções na dívida líquida, ou seja, ela foi monetizada após 2011. Portanto, após o ano de 2011, os dois resultados encontrados evidenciaram que a autoridade monetária passou a emitir moeda a fim de cobrir as contas públicas. Fatos que evidenciam a presença de um regime de dominância fiscal, como descrito por Sargent e Wallace (1981) (NÓBREGA; MAIA; BESARRIA, 2020).

Na parte final do trabalho, os autores utilizaram dois modelos VAR com mudança markoviana (MS-VAR) a fim de verificarem se realmente ocorreu alguma alteração na relação entre as variáveis DLSP, NFSP e M1, para o período analisado. Segundo os resultados obtidos, a dívida líquida sofreu tanto influência da NFSP quanto de M1. Portanto, esse resultado evidencia que a geração de superávits primários tem o intuito de manter estável a relação DLSP/PIB quando há o aumento do estoque de dívida. Por outro lado, evidencia também que o aumento da oferta monetária influencia negativamente a dívida, indicando que o governo recorreu à senhoriação no período analisado.

Por fim, os autores constataram a presença de dois regimes de dominância distintos sobre a amostra analisada. No primeiro período, de 2003 a 2010, constatou-se um regime de dominância monetária. Já no segundo período, após a mudança estrutural, de 2011 a 2015, a economia brasileira se encontrava sob um regime de dominância fiscal.

Almeida, Basso e Junior (2021) se propuseram a verificar a hipótese de dominância fiscal na economia brasileira no período compreendido de 2008 a 2017. O intuito da análise foi compreender de forma mais clara a atuação da política fiscal, mais precisamente em relação à dinâmica da dívida pública, e seu efeito no desempenho da política monetária. Para compor a base de dados utilizada no estudo, os autores utilizaram as seguintes variáveis com periodicidade trimestral: taxa básica de juros (SELIC), expectativa de inflação (IPCA), superávit primário/PIB, taxa de câmbio e dívida líquida do setor público/PIB (DLSP).

Com relação aos procedimentos metodológicos, os autores utilizaram um modelo de vetores autorregressivos (VAR) e um modelo de vetores autorregressivos com mecanismo de correção de erros (VEC). Além da escolha dos dois modelos, os autores também realizaram um teste de causalidade de Granger a fim de auferir se há uma relação de causalidade unidirecional entre as variáveis DLSP e taxa SELIC.

Segundo os resultados encontrados por meio do teste VAR, um aumento da dívida pública pode provocar um aumento das expectativas de inflação e depreciação da moeda (aumento do câmbio). Por outro lado, o comportamento da dívida pública não está relacionado ao comportamento da taxa SELIC, ou seja, comportamentos passados e correntes da dívida não impactam a taxa SELIC.

Com relação à taxa SELIC, os autores constataram que ela possui relação com a trajetória da dívida pública. Portanto, aumentos da taxa SELIC provocam aumentos da dívida pública. Assim como apresentado nos trabalhos anteriormente citados, logo, o aumento da taxa de juros acaba aumentando o serviço da dívida. Além disso, constatou-se também que aumentos na taxa SELIC provocam reduções das expectativas de inflação. O que evidencia o uso da taxa de juros como instrumento de política monetária para combater a inflação.

Por sua vez, os resultados encontrados no teste de causalidade de Granger para a dívida pública são iguais aos resultados encontrados no teste VAR. Além disso, os autores constataram que não há nenhuma relação causal entre as expectativas de inflação e as demais variáveis do modelo. No que diz respeito à taxa de câmbio, constatou-se que ela possui uma relação causal no sentido de Granger com a dívida pública, em outras palavras, valorizações e depreciações cambiais ocorridas no passado podem explicar a trajetória da dívida pública.

Por fim, com relação à taxa SELIC, os autores verificaram que variações passadas da SELIC não precedem alterações nas séries da dívida e do câmbio. Por outro lado, a SELIC causa no sentido Granger a expectativa de inflação, ou seja, tal resultado comprova a eficácia da política monetária em reduzir as expectativas inflacionárias. Sugerindo a existência de uma relação de dominância monetária.

Segundo os resultados obtidos pelos autores, a condução da política monetária não é afetada pelo comportamento da dívida pública, sendo assim, eficiente em seu objetivo de combater a inflação por meio da taxa de juros. Portanto, os resultados sugerem que a economia brasileira não se encontrava num regime de dominância fiscal no período analisado.

Mais recentemente, Costa (2021) se propôs analisar a hipótese de dominância fiscal para a economia brasileira no período compreendido de 2016 a 2020. A ideia do autor foi analisar se a política monetária modificou o seu comportamento em uma conjuntura econômica de expansão da dívida e dos déficits diante de um horizonte temporal que abarca o período após a aprovação da PEC do teto de gastos até o primeiro ano da pandemia. Assim, o objetivo central do autor é averiguar se diante da nova postura fiscal, ou seja, a regra de contenção de gastos (teto de gastos), ainda pode-se verificar o regime de dominância monetária.

Com o intuito de atingir os seus objetivos, o autor utilizou as seguintes variáveis para compor a sua base de dados: a dívida líquida do setor público consolidado em proporção ao PIB (DLSP/PIB), o fluxo acumulado em 12 meses da necessidade de financiamento do setor público em proporção ao PIB (NFSP/PIB), a taxa de câmbio nominal, a taxa de inflação (IPCA), a taxa de juros real e o risco país representado pelo CDS Brasil de 5 anos (CDS).

No que tange a respeito dos procedimentos metodológicos, o autor observou as funções de impulso resposta do modelo VAR e realizou um teste de causalidade de Granger.

Segundo os resultados encontrados por meio do teste de causalidade de Granger, a dívida líquida causa Granger o CDS bem como o câmbio nominal. Tal resultado evidencia o impacto que a dívida pode exercer nas expectativas dos agentes do mercado, especialmente no que tange a aversão ao risco, indo de encontro ao resultado exposto no trabalho de Blanchard (2004).

Além disso, a dívida pública não causa no sentido Granger a taxa de juros real. Isto demonstra que a autoridade monetária estabelece a taxa de juros real sem levar em conta a dinâmica da dívida, o que se traduz em ganhos de credibilidade da política monetária. Tal resultado se trata de um regime de dominância monetária conforme indicado por Sargent e Wallace (1981).

Com relação ao câmbio nominal, o efeito da variação cambial afeta tanto as expectativas de inflação quanto a resposta futura que a autoridade monetária exercerá, ou seja, afeta a taxa de juros reais. Além disso, verificou-se que o CDS não causa Granger o câmbio nominal. Indicando que essas duas variáveis estão mais suscetíveis a sofrerem efeitos de choques do presente.

Por sua vez, com relação a taxa de juros real, a mesma não causa Granger o IPCA. Portanto, aumentos ou reduções passadas da taxa de juros real não explicam o IPCA. Por outro lado, o IPCA causa Granger a taxa de juros real. Tal resultado evidencia a reação da autoridade monetária as variações da inflação.

Por fim, o resultado fiscal (NFSP) exerce impacto direto sobre dívida líquida, podendo aumentá-la ou reduzi-la. A partir disto, os resultados fiscais obtidos pelo governo impactam o câmbio podendo apreciá-lo ou depreciá-lo, de acordo com as expectativas e aversão ao risco dos agentes do mercado.

Em relação aos resultados encontrados na dinâmica das funções de impulso resposta do VAR, um choque na taxa de juros reais (aumento) provocou uma redução na variável IPCA, evidenciando a efetividade da taxa de juros em controlar a inflação. Portanto, um aumento dos juros reais não provocou um aumento da inflação, invalidando a hipótese de dominância fiscal. Além disso, as respostas da taxa de câmbio e do CDS não se mostraram significativas. Tal resultado indica que a elevação dos juros não provocou aumento do prêmio de risco. Muito pelo contrario, gerou redução da inflação e ancorou as expectativas dos agentes. Assim, as respostas obtidas da inflação e dos prêmios de risco (CDS e taxa de câmbio) reforçam a tese de um regime de dominância monetária no período analisado.

Por sua vez, um choque no IPCA provocou uma resposta significativa dos juros reais. Pois, em um primeiro momento, como o choque inflacionário provoca o aumento das expectativas de inflação e a queda dos juros reais (dado que os juros nominais estavam constantes), a autoridade monetária reage aumentando os juros de acordo com o previsto no regime de metas de inflação.

Com relação a um choque no CDS, constatou-se que o câmbio obteve uma resposta significativa. Tal resultado mostra que o aumento da percepção de risco, ou seja, probabilidade de *default* se traduz em uma depreciação cambial. Assim como Blanchard (2004) evidenciou em seu estudo.

No que se refere a um choque na taxa de câmbio, o CDS e os juros reais obtiveram respostas significativas. Portanto, uma depreciação cambial se refle em um aumento do CDS por conta da maior aversão ao risco dos agentes. Por sua vez, como a desvalorização cambial provoca um aumento das expectativas de inflação, a autoridade monetária responde a esse efeito por meio do aumento da taxa de juros reais. Por fim, o IPCA e a dívida líquida responderam de forma negativa ao choque do câmbio. Segundo o autor, tal resultado se deu por conta da aprovação da Proposta de Emenda Constitucional (PEC) dos Gastos Públicos, aprovada em 2016 (COSTA, 2021, p.38).

No que tange a um choque na dívida líquida, observou-se que o CDS e o câmbio responderam de forma significativa. Portanto, como citado anteriormente, apesar do aumento da dívida, houve apreciação cambial e redução do prêmio de risco. Tal resultado evidencia que as expectativas estavam ancoradas apesar do aumento da dívida. Além disso, não foi observada uma resposta significativa da taxa de juros e do IPCA. Indicando que o aumento da dívida não desancorou as expectativas de inflação. Em relação ao choque na NFSP, observou-se um resultado semelhante ao encontrado no modelo VAR.

Por fim, o autor conclui que, durante o período analisado, a autoridade monetária agiu de maneira obstinada para combater a pressão inflacionária. Dessa forma, a política monetária contracionista obteve êxito em ancorar as expectativas. Além disso, o autor chama atenção do intenso esforço do governo para controlar sua dívida ao aprovar a PEC do teto de gastos (2016). Medida que auxiliou no controle da percepção de risco dos agentes mesmo diante de um cenário de dívida líquida crescente. Portanto, essas duas medidas indicaram que a economia brasileira encontrava-se sob dominância monetária no período de 2016 a 2020.

Portanto, após análise de alguns trabalhos dedicados exclusivamente para o caso brasileiro, encontramos alguns que comprovaram empiricamente a predominância da política monetária sobre a fiscal, ou seja, a existência de um regime de dominância monetária no país. Além disso, ao contrário da dominância monetária que parece ser o caso geral, a vigência de um regime de dominância fiscal parecer estar relacionada a condições macroeconômicas e políticas específica de determinados períodos de tempo, como por exemplo, crises de confiança e mudanças de regime econômico. Ademais, após o Brasil reduzir de forma considerável a sua dívida indexada em moeda estrangeira e acumular expressivas reservas internacionais, uma das características para vigência de dominância fiscal foi suprimida. Outro ponto que merece destaque e pode influenciar metodologicamente a identificação dos regimes é a escolha do modelo econométrico utilizado, bem como as suas variáveis.

O quadro 3 faz uma síntese dos trabalhos empíricos a respeito de dominância fiscal e monetária no Brasil.

Quadro 3 - Trabalhos empíricos a respeito de dominância fiscal e dominância monetária

| Autores (as) | Tempo amostral | Variáveis utilizadas | Estratégia econométrica | Principais resultados | Conclusão |
|--------------------------|------------------------------------|--|--|--|---|
| Rocha e Silva (2004) | 1966 a 2000 | Dívida Pública/PIB; Superávit/PIB; Fator de desconto (SELIC); PIB nominal. | Análise das funções de impulso resposta de um modelo VAR. | Aumento do superávit provoca uma redução da dívida no futuro. O superávit no presente afeta os superávits futuros. | Regime Ricardiano (Dominância Monetária). |
| Fialho e Portugal (2005) | Janeiro de 1995 a setembro de 2003 | Dívida Pública/PIB; Superávit primário/PIB; taxa de Juros (SELIC). | Análise das funções de impulso resposta de um modelo VAR e MS-VAR. | Após a adoção do RMI, identificou-se uma política monetária menos contracionista e uma política | Dominância Monetária. |

| | | | | | |
|---------------------------|-------------|---|---|--|----------------------------------|
| | | | | fiscal mais austera. | |
| Carneiro e Wu (2005) | 1995 a 2002 | Spread do C-bond; DLSP; taxa de juros (SELIC); prêmio de risco; IPCA; taxa nominal de câmbio. | GMM. | Quando a dívida inicial ultrapassa 56% do PIB, o aumento do juro exerce pressão sobre a dívida e sobre o prêmio de risco. O prêmio de risco acaba impactando o câmbio e a inflação. Depreciação cambial ao invés de apreciação. | Dominância Fiscal. |
| Gadelha e Divino (2008) | 1995 a 2005 | SELIC over; DLSP/PIB; NFSP/PIB; taxa real de câmbio; proxy para o prêmio de risco-país. | Modelo VEC e teste de casualidade de Granger. | Os superávits primários tem obtido sucesso em controlar a dívida pública. A trajetória da dívida pública não interfere na postura assumida pela autoridade monetária. | Dominância Monetária. |
| Aguiar (2007) | 1999 a 2006 | Taxa de juros (SELIC); expectativas de inflação; EMBI (prêmio de risco); taxa de câmbio. Resultado primário/PIB; dívida/PIB; hiato do produto; dummy p/ciclo político. | Análise das funções de impulso resposta de um modelo VAR; testes de causalidade de Granger; MQO. | Variações da SELIC não provocam aumentos da expectativa de inflação e do EMBI, apesar de afetar o câmbio (apreciação cambial). Identificou que o governo adota uma regra de reação fiscal após a adoção de metas de superávit (aumento do superávit quando a dívida aumenta). | Dominância Monetária. |
| Ornella e Portugal (2011) | 1999 a 2009 | | DSGE. | Política monetária ativa que obtém sucesso em controlar a inflação e não é constrangida pelas ações da política fiscal, apesar da deteriorização das contas públicas. | Baixo grau de Dominância Fiscal. |
| Araújo e Bessaria (2014) | 2003 a 2009 | Taxa de juros (SELIC); EMBI+; DLSP/PIB; NFSP/PIB; índice da taxa de câmbio efetiva real. | VECM. | Quanto maior a dívida pública, maior a NFSP. Além disso, a NFSP afeta o EMBI e a SELIC. A SELIC não tem uma relação causal com o EMBI. Além disso, não afeta a dívida/PIB. Porém, afeta a taxa de câmbio e a NFSP. | Dominância Monetária. |
| Ferreira (2015) | 2003 a 2013 | Taxa de Juros (SELIC); DLSP/PIB; superávit primário/PIB; taxa de câmbio real; CDS (risco país). | Análise das funções de impulso resposta de um modelo VAR; testes de causalidade de Granger; ARDL. | Superávits primários reduzem ou até estabilizam a dívida/PIB. Além disso, impacta também o CDS. Oscilações cambiais podem provocar alterações na SELIC. A dívida pública/PIB impacta o CDS. Um choque na SELIC provoca um aumento do superávit primário. Um choque na dívida pública provoca uma variação negativa na SELIC. | Dominância Monetária. |
| Nóbrega, Maia e | 2003 a 2015 | DLSP/PIB; NFSP/PIB; | Análise das funções de impulso resposta | Resultados indicaram comprometimento da | Dominância Monetária: |

| | | | | | |
|--------------------------------|-------------|---|---|--|--|
| Besarría (2020) | | expectativas de inflação (IPCA); taxa de juros (SELIC); taxa de câmbio real; NFSSP; M1; EMBI+. | de um modelo VAR; GMM; MQO; MS-VAR. | autoridade monetária em controlar a inflação e comprometimento da autoridade fiscal em estabilizar a dívida. Mudança estrutural e indícios de que a dívida foi monetizada após 2011. | 2003 a 2010. Dominância Fiscal: 2011 a 2015. |
| Almeida, Basso e Junior (2021) | 2008 a 2017 | Taxa de juros (SELIC); expectativas de inflação (IPCA); superávit primário/PIB; taxa de câmbio; DLSP/PIB. | Modelo VAR; VEC e teste de causalidade de Granger. | Dívida pública se interrelaciona com a taxa de câmbio e com as expectativas de inflação. A SELIC impacta a dívida pública, mas o comportamento da dívida pública não está relacionado com o comportamento da SELIC. A política monetária não é afetada pelo comportamento da dívida pública, sendo eficiente em controlar a inflação por meio da taxa de juros. | Dominância Monetária. |
| Costa (2021) | 2016 a 2020 | DLSP/PIB; NFSP/PIB; taxa de câmbio nominal; taxa de inflação (IPCA); taxa de juro real; CDS. | Análise das funções de impulso resposta de um modelo VAR; testes de causalidade de Granger. | Os resultados indicaram comprometimento da autoridade monetária em combater pressões inflacionárias. Além disso, a política monetária contracionista obteve êxito em ancorar as expectativas. O esforço da autoridade fiscal para controlar sua dívida ao aprovar a PEC do teto de gastos auxiliou no controle da percepção de risco dos agentes mesmo em um cenário de dívida líquida crescente. | Dominância Monetária. |

Fonte: Elaboração própria.

CONCLUSÃO

Após a reforma macroeconômica da política econômica brasileira em 1999, observou-se que as ferramentas de política econômica do Brasil perseguem metas distintas. Enquanto a política monetária fica encarregada de combater a inflação e promover a estabilidade do nível de preços da economia, seguindo a regra estipulada pelo sistema de metas de inflação - a política fiscal assume o compromisso de gerar superávits primários – a fim de sinalizar a sua preocupação com a gestão das contas públicas e com trajetória da relação dívida/PIB.

Dentro desse contexto, inicia-se o debate sobre os regimes de dominância e coordenação entre as políticas monetária e fiscal. No regime de dominância monetária, a autoridade monetária, de forma independente e ativa, define como será a condução da política monetária a fim de controlar o nível de preços. A partir disso, ela acaba definindo qual será a quantia de recursos que serão destinados para a autoridade fiscal. Por sua vez, a autoridade fiscal assume um papel passivo tendo que gerar superávits primários a fim de equilibrar o seu orçamento e estabilizar a relação dívida/PIB. Assim, a autoridade monetária tem autonomia e liberdade para estabilizar os níveis de preço enquanto a autoridade fiscal fica encarregada de assegurar a sustentabilidade fiscal.

Por outro lado, no regime de dominância fiscal, é a autoridade fiscal que atua ativamente definindo de maneira independente qual será o seu orçamento. A partir disso, ela anunciando para a autoridade monetária o montante que deverá ser financiado via venda de títulos públicos ou receita de senhoriagem. Portanto, a autoridade fiscal acaba promovendo déficits ou superávits independentemente da situação da relação dívida/PIB. Porém, diante desse cenário, a autoridade monetária acaba perdendo o controle sobre o nível de preços por ser forçada a monetizar a dívida do governo.

Diante do exposto, ao adotar o regime de metas de inflação e se comprometer com a geração de superávits primários, infere-se que o Brasil encontra-se em um regime de dominância monetária, de acordo com as definições de Sargent e Wallace (1981). Entretanto, em alguns períodos da história brasileira, como em 2002 e 2015, a deterioração das contas públicas levou a crer que o Brasil se encontrava em um regime de dominância fiscal.

Em consequência disso, o presente trabalho teve como objetivo investigar se de fato há uma predominância da monetária no Brasil, uma vez que os objetivos distintos da política fiscal e monetária em alguns períodos de 1999 a 2020 apresentaram características para tal.

Com o intuito de alcançar o objetivo proposto, o primeiro capítulo apresentou um referencial teórico a respeito dos conceitos e definições que abarcam a política monetária e fiscal. Dessa forma, por meio dos conceitos expostos, buscou-se entender melhor como se dá o funcionamento dos dois principais instrumentos de política econômica utilizados pelo governo, bem como a inter-relação entre eles.

Foi apresentada a definição de política monetária, assim como sua função, seus instrumentos de atuação, seus objetivos e seus canais de atuação dentro da política macroeconômica. Em seguida, foi apresentada a definição de política fiscal, bem como sua função e seu papel de atuação, de acordo com duas vertentes de pensamento. Além disso, pelo fato da condução da política fiscal estar diretamente relacionado com a administração da dívida pública, foram expostos os principais conceitos de endividamento público utilizados pelo mercado e pelo governo brasileiro a fim de monitorar a trajetória das contas públicas. Por fim, foi apresentada a restrição orçamentária do governo e falou-se brevemente a respeito da sustentabilidade da política fiscal.

No segundo capítulo, foi apresentado o arcabouço teórico a respeito da coordenação e dominância das políticas monetária e fiscal. No início do capítulo, foi apresentado a distinção entre os regimes ricardianos e não-ricardianos, bem como a forma como cada um desses regimes interpreta a equação orçamentária do governo. Em seguida, foram apresentadas três interpretações distintas dos fenômenos de dominância monetária e fiscal: a visão tradicional de Sargent e Wallace (1981), a visão da Teoria Fiscal do Nível de preços (TFNP) e a visão baseada no estudo de Blanchard para o caso brasileiro de 2002 e 2003. Além disso, também foram apresentados os conceitos de política econômica ativa e passiva de Leeper (1991). Por fim, foi apresentado como se dá a atual interação entre política monetária e fiscal, mostrando que o componente das expectativas assume destaque.

Por fim, no terceiro capítulo, iniciou-se com uma breve descrição das principais variáveis utilizadas nos trabalhos empíricos relacionados aos regimes de dominância. Além disso, observaram-se as suas tendências ao longo do período compreendido de 1999 a 2020. Em seguida, com o intuito de verificar se o caso brasileiro enquadrava-se em um regime de dominância monetária no período compreendido de 1999 a 2020, foi realizada uma análise dos trabalhos empíricos. Após a análise desses trabalhos dedicados exclusivamente para o caso brasileiro, grande parte dos trabalhos analisados comprovou empiricamente a predominância da política monetária sobre a fiscal, ou seja, a existência de um regime de dominância monetária no país. Além disso, ao contrário da dominância monetária que parece ser o caso geral, a vigência de um regime de dominância fiscal parece estar relacionada a

condições macroeconômicas e políticas específica de determinados períodos de tempo, como por exemplo, crises de confiança e mudanças de regime econômico. Ademais, após o Brasil reduzir de forma considerável a sua dívida indexada em moeda estrangeira e acumular expressivas reservas internacionais, uma das características para vigência de dominância fiscal foi suprimida. Outro ponto que merece destaque e pode influenciar metodologicamente a identificação dos regimes é a escolha do modelo econométrico utilizado, bem como suas variáveis.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, K. de O.; BASSO, L. F. C.; JUNIOR, E. H. Dominância fiscal e política monetária passiva: uma análise da economia brasileira / Fiscal dominance and passive monetary policy: an analysis of the brazilian economy. **Brazilian Journal of Development**, [S. l.], v. 7, n. 1, p. 5162–5177, 2021. DOI: 10.34117/bjdv7n1-349. Disponível em: <https://brazilianjournals.com/ojs/index.php/BRJD/article/view/23139>. Acesso em: 26 sep. 2022.

AGUIAR, Marianne Thamm de. **Dominância fiscal e a regra de reação fiscal**: uma análise empírica para o Brasil. 2007. Dissertação (Mestrado em Economia das Instituições e do Desenvolvimento) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. doi:10.11606/D.12.2007.tde-19102007-124240. Acesso em: 2021-11-03.

ARAUJO, Jevuks Matheus; DA NÓBREGA BESARRIA, Cassio. Relações de dominância entre as políticas fiscal e monetária: uma análise para economia brasileira no período de 2003 a 2009. **Revista de Economia**, v. 40, n. 1, 2014. Disponível em: http://www.researchgate.net/publication/276262364_Relacoes_de_dominancia_entre_as_pol

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Séries Temporais. Brasília: Banco Central, 2022. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 08/06/2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Manual de Estatísticas Fiscais. Brasília, 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Estatisticasfiscais.pdf> . Acesso em 08/06/2022

BRASIL. Ministério da Economia. Secretária do Tesouro Nacional. Política Fiscal. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/estatisticas-fiscais-e-planejamento/sobre-politica-fiscal>>. Acesso em: 03/05/2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Secretária do Tesouro Nacional. O que é dívida pública federal. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/o-que-e-a-divida-publica-federal>>. Acesso em: 03/05/2022.

BRASIL. Congresso Nacional. Glossário de Termos Orçamentários. Necessidade de Financiamento do Setor Público. Disponível em: <https://www.congressonacional.leg.br/legislacao-e-publicacoes/glossario-orcamentario/-/orcamentario/termo/necessidade_de_financiamento_do_setor_publico_nfsp> . Acesso em: 08/06/2022.

BARRO, Robert J. The Ricardian approach to budget deficits. *Journal of Economic perspectives*, v. 3, n. 2, p. 37-54, 1989.

BLANCHARD, Olivier. Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil. NBER Working Paper, n. 10389, 2004. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w10389>.

BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia*. (5ª edição). São Paulo: Pearson, 2011.

BARBOZA, R. M. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 35(1), p. 133-155, 2015.

CANZONERI, Matthew B.; CUMBY, Robert E.; DIBA, Behzad T. Is the price level determined by the needs of fiscal solvency?. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1998.

CARNEIRO, D. D. WU, T. Dominância fiscal e desgaste do instrumento único de política monetária no Brasil. Texto para discussão nº 7. Instituto de estudos de política econômica Casa das Graças. 2005.

CARVALHO, Fernando J. C. et al. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. (2ª edição). Rio de Janeiro: Campus, 2012.

CARVALHO, F. J. J. C. de. EQUILÍBRIO FISCAL E POLÍTICA ECONÔMICA KEYNESIANA. *Análise Econômica*, [S. l.], v. 26, n. 50, 2009. DOI: 10.22456/2176-5456.10906. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/10906>. Acesso em: 7 abr. 2022.

CONTESSI, Silvio. An Application of Conventional Sovereign Debt Sustainability Analysis to the Current Debt Crises, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May/June 2012, pp. 197-220. <https://doi.org/10.20955/r.94.197-220>

COSTA, Marcos Muzzette da. A relação das políticas monetária e fiscal no Brasil: uma abordagem empírica. 2021. 47 f. Dissertação (Mestrado profissional MPFE) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de Economia de São Paulo.

CHRISTIANO, L. J. & FITZGERALD, T. J. **Understanding the Fiscal Theory of the Price Level**, 2000.

DE OLIVEIRA, Fabrício Augusto; LOPREATO, Francisco Luiz C. Ensaio sobre a teoria econômica, o Estado e a política fiscal: uma breve síntese. 2021.

DE PAULA, Luiz Fernando Rodrigues; SARAIVA, Paulo José. Novo consenso macroeconômico e regime de metas de inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, v. 36, n. 128, p. 19-32, 2015.

DE MEDEIROS, Otavio Ladeira; SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses. Conceitos e estatísticas da dívida pública. *Dívida Pública: A experiência brasileira*, parte 1, cap. 4. Tesouro Nacional, 2009.

DE MELO MODENESI, André. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**. Editora Manole Ltda, 2005.

DE OLIVEIRA, Vitor Kayo. Interações Entre as Políticas Monetária e Fiscal Sob Duas Óticas Teóricas. **Finanças Públicas: Recessão e Controle de Gastos Indicam Retomada Gradual e Distante**, p. 32, 2017.

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

FIALHO, M. PORTUGAL, M. Monetary and Fiscal Policy Interactions in Brazil: An application of the fiscal theory of the price level. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 35, n.4, p. 657-685, 2005.

Gadelha, Sérgio Ricardo de Brito e Divino, José Angelo Dominância fiscal ou dominância monetária no Brasil? Uma análise de causalidade. *Economia Aplicada* [online]. 2008, v. 12, n. 4 [Acessado 3 Novembro 2021] , pp. 659-675. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S1413-80502008000400006>>. Epub 19 Jan 2009. ISSN 1980-5330. <https://doi.org/10.1590/S1413-80502008000400006>.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A.C. Finanças públicas: Teoria e Prática no Brasil. 4ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GOBETTI, Sérgio Wulff; SCHETTINI, Bernardo Patta. **Dívida Líquida e Dívida Bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro**. Texto para Discussão, 2010.

GONÇALVES, Cláudio Adilson. Dominância fiscal? Ainda não. Valor Econômico. 18 jan. 2016.

GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M. A. S.; TONETO JR, R. Economia brasileira contemporânea. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPEDENTE. Tópico Especial: Regras Fiscais no Brasil. Brasília, 2018. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536464/RAF12_JAN2018_pt06.pdf

INSTITUTO DE PESQUISA EM ECONOMIA APLICADA. IPEADATA: macroeconômico. Brasília, DF: IPEA, 2012. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>

JAYADEV, Arjun; MASON, J. W. Mainstream Macroeconomics and Modern Monetary Theory: What Really Divides Them?. **Institute for New Economic Thinking**, v. 6, 2018.

LEEPER, E. M. Equilibria under ‘active’ and ‘passive’ monetary and fiscal policies. *Journal of monetary Economics*, v. 27, n. 1, p. 129-147, 1991.

LEEPER, E. M.; WALKER, T. B. Perceptions and misperceptions of fiscal inflation. In *fiscal policy after the financial crisis*. University of Chicago, 2012.

LEEPER, E. M; LEITH, C. Understanding inflation as a joint monetary-fiscal phenomenon. In: TAYLOR, J. B.; UHLIG, H. *Handbook of Macroeconomics*. [S.l.]: Elsevier Press, v. II, 2016.

LERNER, A. P. Function finance and federal debt. *Social Research*, v. 10, n. 1, p. 38-51, Feb. 1943.

LOPREATO, Francisco LC; PAIVA, C. C. A política fiscal brasileira: limites e entraves ao crescimento. **Texto para discussão**, n. 131, 2007.

LUPORINI, V. Conceitos de sustentabilidade fiscal. Niterói: UFF. Texto de discussão 189, 2006.

MARCATTI, Fernanda Consorte Ribeiro. Evolução da eficiência do canal de crédito na política monetária brasileira. Dissertação (Mestrado Profissional em Finanças e Economia) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011.

MONTES, Gabriel Caldas; ALVES, Romulo do Couto. O Debate acerca dos Objetivos e Condução da Política Fiscal: uma abordagem crítica à visão convencional. *Economia e Sociedade* [online]. 2012, v. 21, n. 2 [Acessado 19 Junho 2022] , pp. 363-386. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0104-06182012000200006>>. Epub 27 Set 2012. ISSN 1982-3533. <https://doi.org/10.1590/S0104-06182012000200006>.

MUSGRAVE, R. “Teoria das Finanças Públicas”. 2º volume, Ed. Atlas, Rio de Janeiro, 1976.

MATIAS-PEREIRA, J. Finanças Públicas: a política orçamentária no Brasil. 5ª Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

NEVES, André Lúcio; OREIRO, José Luís. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Ensaio FEE**, v. 29, n. 1, 2008.

NOBREGA, Wellington Charles Lacerda. Interação entre a política fiscal e monetária: uma análise sobre o regime de dominância vigente na economia brasileira. 2016. 66 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2016.

NOBREGA, Wellington Charles Lacerda; MAIA, Sinézio Fernandes; DA NÓBREGA BESARRIA, Cássio. Interação entre as políticas fiscal e monetária: uma análise sobre o regime de dominância vigente na economia brasileira. **Análise Econômica**, v. 38, n. 75, 2020.

NUNES, André Francisco Nunes de; PORTUGAL, Marcelo Savino. Políticas fiscal e monetária ativas e passivas: uma análise para o Brasil pós-metas de inflação. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 37, 2009, Foz do Iguaçu. Anais... Foz do Iguaçu: ANPEC, 2009. Disponível em: <http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/30426> . Acesso em: 30 de out. 2021.

OREIRO, José Luís; PASSOS, Marcelo. A governança da política monetária brasileira: análise e proposta de mudança. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 33, n. 1, p. 157-168, 2005..

ORNELLAS, R.; PORTUGAL, M. S. Fiscal and Monetary Policy Interaction in Brazil. Trabalho apresentado no XXIII Encontro Brasileiro de Econometria, 2011, Foz do Iguaçu; e no XXXIII Encontro Brasileiro de Econometria. Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Econometria (SBE), 2011.

PINHO, D. B. et al. Manual de economia. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

REZENDE, F. Finanças Públicas. 2ªEd. São Paulo: Atlas, 2010.

RESENDE, André Lara. Juros, Moeda e Ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas - 1ª ed. – São Paulo: Portfolio-Penguin, 2017.

RIANE, F. Economia do Setor Público. 3ªEd. São Paulo: Atlas, 1997.

ROCHA, F.; SILVA, E. (2003). **Teoria fiscal e a plausibilidade de regimes não-ricardianos no Brasil**. In: XXXI Encontro Nacional de Economia-ANPEC, 2003, Porto Seguro. XXXI Encontro Nacional de Economia-ANPEC, 2003.

ROCHA, F.; SILVA, E. P. Teoria Fiscal do Nível de Preços: um teste para a economia brasileira no período 1966-2000. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 34, n. 3, p. 419-436, 2004.

ROCHA, F. Déficit Público e a sustentabilidade da política fiscal: teoria e aplicações. In. BIRDERNMAN, Ciro; ARVATE, Paulo. *Economia do Setor Público no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

SARGENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, v. 5, n. 3, p. 1-17, 1981.

SIMS, C. Interpreting the macroeconomic time series facts: the effects of monetary policy. *European Economic Review*, v. 36, p. 975-1011, 1991.

TAYLOR, J. Reassessing discretionary fiscal policy. *Journal of Economic Perspective*, v. 14, n. 3, Summer 2000.

WOODFORD, Michael. Fiscal Requirements for Price Stability. National Bureau of Economic Research, 2001. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w8072>. Acesso em: 30 de out. 2021.

WRAY, R. Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços. Rio de Janeiro: UFRJ/Contraponto, 2003.