

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**POLÍTICA MONETÁRIA E DOMINÂNCIA FISCAL: O  
CASO BRASILEIRO DE 2015-2017**

THYAGO TAIAN DA ROCHA ZIDERICH  
matrícula nº: 114073731

ORIENTADORA: Prof. Ana Cristina Reif

ABRIL 2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**POLÍTICA MONETÁRIA E DOMINÂNCIA FISCAL: O  
CASO BRASILEIRO DE 2015-2017**

---

THYAGO TAIAN DA ROCHA ZIDERICH  
matrícula nº: 114073731

ORIENTADORA: Prof. Ana Cristina Reif

ABRIL 2018

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.*

## RESUMO

Entre as razões mencionadas no intenso debate recente para a ineficácia da política monetária no Brasil, a política fiscal passou a ganhar destaque. Desta forma, o objetivo geral deste trabalho é investigar como a política fiscal pode afetar a condução da política monetária. Para isto, buscou-se fazer uma revisão bibliográfica da evolução teórica que levou ao regime de metas de inflação e das três principais abordagens que relacionam a política fiscal e a monetária, a saber: aritmética monetária desagradável, teoria fiscal do nível de preços e o modelo de Blanchard. Com base neste arcabouço, buscou-se entender qual abordagem conceitual os autores estão utilizando ao longo do debate sobre a existência de dominância fiscal no Brasil entre 2015 e 2017. A conclusão geral é que sob determinadas condições das variáveis fiscais, a autoridade monetária pode perder o controle da inflação, mesmo que exerça uma política monetária ativa. Ademais, identificou-se que no Brasil, em linhas gerais, houve três interpretações sobre o que aconteceu nos anos recentes: uma de dominância fiscal à luz da teoria fiscal do nível de preços, outra de dominância fiscal à luz do modelo de Blanchard e uma terceira abordagem que se contrapôs a hipótese de dominância fiscal, acreditando no funcionamento da política monetária convencional.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>5</b>
<b>CAPÍTULO I – A ORTODOXIA MONETÁRIA .....</b>	<b>7</b>
I.1 O modelo Clássico .....	7
I.1.1 Oferta Agregada.....	7
I.1.2 Demanda Agregada.....	10
I.1.3 Equilíbrio entre demanda e oferta agregada no modelo clássico .....	14
I.2 Monetarismo .....	14
I.2.1 Demanda por moeda para Friedman .....	14
I.2.2 Política monetária monetarista.....	16
I.3 Novos-Clássicos.....	17
I.4 O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) e o Regime de Metas de Inflação (RMI) .....	18
<b>CAPÍTULO II: INTERAÇÕES ENTRE A POLÍTICA FISCAL E A POLÍTICA MONETÁRIA .....</b>	<b>22</b>
II.1 Aritmética Monetarista Desagradável .....	22
II.2 Teoria Fiscal do Nível de Preços .....	24
II.3 A interpretação de Blanchard.....	29
<b>CAPÍTULO III: O DEBATE SOBRE DOMINÂNCIA FISCAL NO BRASIL ENTRE 2015-2017 .....</b>	<b>33</b>
III.1 O cenário macroeconômico.....	33
III.2 Interpretações recentes para o caso brasileiro .....	40
III.2.1 Expectativas da trajetória fiscal.....	40
III.2.2 Risco país e a pressão cambial .....	44
III.2.3 Expectativas de inflação e o problema da credibilidade .....	47
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>50</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>53</b>

## INTRODUÇÃO

A partir de 2015, iniciou-se nos principais veículos de comunicação do Brasil, um grande debate acerca da hipótese de o país estar sob dominância fiscal. A hipótese ganha ainda mais força quando, em 2017, André Lara Resende, um dos formuladores do Plano Real, questiona explicitamente a eficácia da política monetária convencional no Brasil em artigo publicado no jornal Valor Econômico.

No cenário de fundo para que tal debate emergisse esteve uma significativa deterioração dos resultados macroeconômicos. No lado fiscal, os superávits passam a dar lugar aos déficits primários a partir de 2015, o pagamento com juros nominais cresce expressivamente e a dívida bruta do governo geral, que há anos se encontrava em relativa estabilidade, entre 2014 e 2017 passa de 50,6% para 74%, registrando um aumento de mais de 23 pontos percentuais em apenas quatro anos.

No lado monetário, a taxa de juros básica Selic também cresce significativamente a partir de 2013, chegando a 14,25% ao final de 2015 e mesmo com tamanho patamar de juros nominais, a inflação mostra certa inércia, chegando a estar em dois dígitos em uma economia que atravessa profunda queda do nível de atividade, que encolhe 9,2% entre 2015 e 2016.

Diante deste cenário, diversos autores seguindo diferentes abordagens entendem que o Banco Central perdeu a capacidade de realizar uma política monetária ativa que efetivamente possa controlar a inflação. Assim, a utilização da taxa de juros como instrumento da política monetária no arcabouço do regime de metas inflacionárias passa a ser seriamente questionada diante do quadro de dominância fiscal.

Em uma economia onde os problemas fiscais parecem longe de estarem equacionados e historicamente pratica-se altas taxas de juros nominais e reais, analisar como se dá a interação entre a política fiscal e a monetária configura-se em um tema pertinente. Desta forma, o objetivo geral deste trabalho é apresentar o debate teórico acerca da interferência que a política fiscal pode exercer sobre a política monetária. Como objetivo específico, busca-se analisar as interpretações acerca da condução de política econômica no Brasil recente à luz do debate sobre a existência de dominância fiscal.

No primeiro capítulo, será apresentado a evolução do debate ortodoxo com foco na política monetária desde a teoria quantitativa da moeda até a regime de metas de inflação. No segundo capítulo, será explicitado como diferentes abordagens entendem a interdependência entre a política fiscal e monetária e a possibilidade de existência de dominância fiscal. Por fim, o terceiro capítulo mostra quais foram às interpretações acerca da possibilidade de dominância fiscal no Brasil durante os anos de 2015 a 2017.

## **CAPÍTULO I – A ORTODOXIA MONETÁRIA**

Neste capítulo, serão apresentadas sucintamente as escolas macroeconômicas que tenham como base a teoria quantitativa da moeda. Para isso, será explicitado com maiores detalhes o modelo clássico e a seguir as principais modificações que os modelos que o sucedem incorporam a análise da política monetária. Assim, são excluídos da análise modelos heterodoxos, como o keynesiano.

Serão expostos quais os resultados no curto e longo prazo de uma expansão monetária sobre as variáveis reais e nominais da economia e qual a recomendação de política macroeconômica que se segue disto. A bibliografia básica utilizada para este capítulo são os livros-textos de Carvalho, 2017; Froyen, 2013 e Lopes e Vasconcelos, 2008. Ao se utilizar bibliografias adicionais a estas, será sinalizado.

### **I.1 O modelo Clássico**

#### **I.1.1 Oferta Agregada**

A oferta agregada clássica é determinada pela chamada função de produção agregada, que relaciona a quantidade produzida pela empresa e o nível de fatores utilizados na produção, sendo a mesma expressa através da equação:  $Y = F(K, N)$ , onde Y é o produto, K é o estoque de capital utilizado e N é a quantidade de trabalho.

Partindo-se da hipótese que não há desperdícios, a função de produção mostra o produto máximo que pode ser obtido pela firma a partir de determinada combinação entre capital e trabalho, dada a tecnologia. No curto prazo, o capital é considerado como fixo. Desta forma, o produto varia exclusivamente por alterações na quantidade de trabalhadores:  $Y = F(N)$  (LOPES E VASCONCELOS, 2008).



Isto leva a uma importante característica da função de produção: a existência de rendimentos marginais decrescentes em relação ao fator variável (neste caso, o trabalho), ou seja, aumentos adicionais na quantidade de trabalhadores levam a aumentos incrementais cada vez menores do produto, dado o estoque de capital e a tecnologia. Nestes termos, é possível concluir que a produtividade marginal do fator trabalho ( $P_{mgN}$ ) é positiva, porém decrescente.

Já no longo prazo, é possível variarmos o estoque de capital além do fator trabalho. Se aumentarmos o estoque de capital ou se existir alguma melhora tecnológica (dada exogenamente), o resultado será um deslocamento da função de produção para cima, ou seja, com a mesma quantidade de trabalho é possível obter um produto maior, o que está diretamente associado a uma maior produtividade do trabalho.

Visto que no curto prazo a determinação da produção depende diretamente do quanto do fator trabalho se está utilizando, faz-se necessário avaliar o mercado de trabalho do modelo clássico. A demanda por trabalho se dá pelas firmas que contratam mão-de-obra com o objetivo da maximização de lucro. A maximização ocorre no ponto que o produto incremental obtido pela contratação de mais um trabalhador iguale o salário real ( $\frac{w}{p}$ ) pago para contratar esse trabalhador.

Assim, a demanda de trabalho pela empresa é determinada pela própria produtividade marginal do trabalho. Ocorre que a produtividade marginal do trabalho é decrescente, logo, para que a firma utilize mais trabalho, o salário real deve diminuir acompanhando a redução da  $PMgN$ , o que nos faz concluir que a quantidade demandada de trabalho ( $N^d$ ) possui uma relação inversa com o salário real.

Já em relação à oferta de trabalho, a decisão de quanto trabalhar corresponde ao *trade-off* entre trabalho e lazer: a renda é aumentada pelo trabalho, que por sua vez, diminui as horas disponíveis para o lazer. Nesta decisão, os trabalhadores não levam em consideração o salário nominal ( $W$ ), mas sim o salário real ( $\frac{w}{p}$ ), ou seja, os agentes não sofrem de ilusão monetária.

A decisão de quanto trabalhar decorre da maximização de uma função utilidade, cuja cesta de bens é composta pela renda real e pelas horas de lazer. Desta forma, a curva de oferta de trabalho é determinada pela chamada Desutilidade Marginal do Trabalho, que corresponde a perda de utilidade que o indivíduo tem ao dedicar mais horas ao trabalho e menos ao lazer. A inclinação positiva desta curva reflete a ideia que mais trabalho é ofertado pelas pessoas diante de salários reais mais elevados.

Partindo-se da premissa que a estrutura do mercado de trabalho é do tipo concorrência perfeita, onde nenhum agente é capaz de influenciar diretamente no preço de mercado (são tomadores de preços), sempre que houver excesso de oferta de trabalho, haverá queda no salário real e, sempre que houver excesso de demanda, haverá aumentos do salário real. Isso garante que o mercado atinja um nível de salário real no qual a oferta de mão-de-obra se iguale à demanda.

A conclusão lógica é que neste nível de salário, todos os indivíduos que quiserem trabalhar, terão emprego. A economia opera em pleno emprego, onde não há desemprego involuntário e é justamente a perfeita flexibilidade de preços e salários que torna possível que não haja qualquer dificuldade para se chegar ao equilíbrio de pleno emprego.

Portanto, é possível concluir que a oferta agregada clássica depende da tecnologia, do estoque de capital e das condições do mercado de trabalho (onde é determinado o nível de salário real) como explicitado na equação a seguir:

$$Y^S = Y^S\left(\frac{W}{P}, K, T\right)$$

As variáveis monetárias não têm qualquer influência sobre o nível de emprego e produto, pois todas as variáveis que afetam a oferta agregada são variáveis reais. A oferta agregada é inelástica ao nível de preços, ou seja, a curva de oferta é vertical, sendo a quantidade produzida independente dos preços (LOPES E VASCONCELOS, 2008).

### I.1.2 Demanda Agregada

Na teoria clássica, a quantidade de moeda determina a demanda agregada, que por sua vez, determina o nível de preços (FROYEN, 2013). Desta forma, analisaremos a seguir a teoria quantitativa da moeda e suas variâncias para assim chegarmos na determinação da demanda agregada.

- **A teoria quantitativa da moeda**

O ponto de partida da teoria quantitativa da moeda é a conhecida equação quantitativa da moeda (equação de trocas), identidade entre o total de despesas em moeda e o valor total de bens e serviços transacionados em determinado período do tempo (FISHER, 1922).

Em sua versão mais conhecida, a identidade de Fisher é representada por:

$$MV = PY$$

Sendo M a oferta de moeda; V a velocidade-renda de circulação da moeda (isto é, o número de vezes, em média, que a mesma moeda é usada em uma transação envolvendo a produção corrente); P o nível geral de preços; e Y o volume de bens e serviços transacionados.

Segundo Fisher (1922), a velocidade de circulação da moeda é suficientemente estável (praticamente constante) no curto prazo, variando lentamente ao longo do tempo, em função de fatores institucionais, como os hábitos de pagamento e o grau de desenvolvimento do sistema bancário. Desta forma, considerando o produto como sendo fixado pelo lado da oferta, a identidade de Fisher expressa que o estoque monetário, definido exogenamente, é proporcional ao nível de preços, sendo a causalidade indo no sentido da moeda para os preços.

Um aumento do estoque de moeda só pode ser absorvido por um aumento no nível de preços e a moeda exerce apenas a função de meio de troca. Portanto, a conclusão básica da teoria quantitativa da moeda é que a quantidade de moeda determina o nível de preços.

- **A abordagem de Cambridge**

Uma variante da teoria quantitativa da moeda é a chamada abordagem de Cambridge, que tem em Marshall e Pigou seus principais idealizadores. Tal versão entende que os indivíduos mantêm algum nível de moeda sob posse em detrimento a outras formas de armazenar valor pela conveniência em se realizar as transações financeiras e pela segurança em ter que arcar com obrigações inesperadas. Apesar disso, a moeda seria mantida apenas na medida em que a conveniência e segurança superem a satisfação de usar instantaneamente a moeda para consumo ou a renda perdida por não aplicar em alguma atividade produtiva.

Desta forma, a ideia central desta abordagem é que os indivíduos mantêm uma fração (k) de sua renda sob a forma de moeda, como fica explícito na equação a seguir:

$$M^d = kPY,$$

onde a demanda por moeda  $M^d$  seria uma proporção k da renda nominal (nível de preços P vezes o nível de renda real Y). A característica principal da moeda é sua utilidade como meio de troca, logo a demanda por moeda depende diretamente do nível de transações, que varia de acordo com a renda.

A equivalência formal entre a equação de Fisher e a equação de Cambridge pode ser percebida através do seguinte mecanismo algébrico:

$$M^d = M^d = \frac{1}{V}PY = kPY \therefore k = \frac{1}{V}$$

Onde a constante marshalliana k é o inverso da velocidade-renda de circulação da moeda. Assim como na versão de Fisher, a constante k é considerada estável no curto prazo e o produto real determinado, como antes, pelas condições de oferta. Apesar disso, a abordagem de Cambridge apresenta um avanço em relação à abordagem de Fisher ao explicar o mecanismo causal de transmissão da expansão monetária para os preços.

Segundo Friedman (1956), parte-se da hipótese que os trabalhadores e as empresas, ao decidir a quantidade de moeda que querem reter, levam em conta o poder de compra que desejariam. Assim, ao ocorrer um aumento na oferta de moeda, tais agentes se veem com poder de compra em excesso, dado os preços correntes. A solução então é se desfazer do excesso de saldos reais comprando mais bens e serviços. Logo, há um aumento da demanda que faz os preços subirem. Tal mecanismo direto seria aplicável às economias de moeda pura, porém precisaria ser complementado, pois omitia a existência de uma economia com sistema bancário.

- **O processo cumulativo de Wicksell**

Uma versão mais refinada de apresentação da teoria quantitativa da moeda foi feita através do processo cumulativo de Wicksell que considera tanto o mecanismo direto de transmissão monetária explicitado na seção anterior quanto o indireto que incorpora o sistema bancário à análise.

Wicksell (1985) analisou os movimentos no nível de preços a partir das diferenças entre duas taxas de juros: a taxa de juros de mercado e a taxa natural de juros, sendo esta última a taxa de equilíbrio que iguala a poupança desejada com o investimento a pleno emprego e permite que a demanda agregada seja igual à oferta agregada, com um nível de preços estável. Segundo o autor, nada garante que a taxa de mercado será igual à natural, pois esta primeira é definida pelo sistema bancário e só por acaso será igual a natural.

Quando a taxa de mercado permanece abaixo da natural, a produtividade marginal do capital é maior que o custo do capital, logo o investimento desejado é maior que a poupança e os empresários desejarão mais crédito dos bancos para financiar novos investimentos. Os bancos podem então comportar esta demanda adicional de crédito expandindo o volume de depósitos e esta expansão ao viabilizar o excesso desejado de demanda agregada pode chegar até o mercado de bens aumentando o nível de preços, o que é ilustrado na passagem a seguir:

“Se os bancos cedem seu dinheiro em empréstimo com juros essencialmente mais baixos (...) do que os juros nominais, então será afetado o espírito da poupança e por esse motivo se produzirá um aumento da demanda presente de bens de consumo e de

serviço. Em segundo lugar, aumentarão as perspectivas que se abrem para os empresários de obter maiores lucros; e a demanda bens de e serviços (..) será incrementada no mesmo sentido. Devido a maior renda que recebem os trabalhadores, os proprietários de terra, os proprietários de matéria-prima etc, os preços dos bens de consumo começarão a subir.” (WICKSELL, 1985, P. 276)

Desta forma, enquanto houver discrepâncias entre a taxa de mercado e a natural, a expansão dos depósitos produzirá um aumento persistente e cumulativo nos preços. A inflação acaba sendo assim o resultado dos bancos não terem aumentado a taxa de mercado de tal forma a manter estável a demanda agregada.

Apesar disso, Wicksell entende que o processo cumulativo de aumento dos preços não é explosivo: o aumento nos preços causa um aumento na demanda transacional de moeda por parte dos agentes que convertem parte dos seus depósitos em moeda e a drenagem das reservas bancárias acaba por induzir os bancos a elevar suas taxas de juros de mercado até que elas se igualem à natural.

- **A curva de demanda agregada clássica**

A teoria quantitativa é a teoria implícita da demanda agregada por produtos dentro do modelo clássica (FROYEN, 2013). A teoria não é explícita, pois ao invés de focalizar nos componentes da demanda agregada explicitamente, a análise se dá com um dado valor de  $MV$  implicando em um nível de  $P \times Y$  necessário para equilibrar a demanda por moeda à oferta de moeda.

Assim, para uma dada oferta de moeda, é possível traçar uma curva de demanda agregada de inclinação negativa que pode ser combinada à curva de oferta agregada vertical. Um aumento na oferta de moeda desloca a curva de demanda agregada para cima, levando a um aumento no nível de preços, porém visto que a curva de oferta é vertical, tal aumento na demanda não possui qualquer efeito sobre o produto real.

Os componentes da demanda agregada, por outro lado, desempenham um papel explícito na determinação da taxa de juros, sendo esta última a responsável por garantir que

mudanças exógenas nos componentes específicos da demanda não afetem a demanda agregada (FROYEN, 2013).

### **I.1.3 Equilíbrio entre demanda e oferta agregada no modelo clássico**

Portanto, partindo-se da hipótese de um mercado de trabalho operando em concorrência perfeita, este determinará o salário real e o nível de emprego de equilíbrio, onde todas as pessoas dispostas a trabalhar por este salário real conseguirão emprego. Definido o nível de emprego no mercado de trabalho e dada a função de produção, determina-se o produto que corresponde ao produto de pleno emprego, que será a oferta agregada da economia.

A demanda agregada acaba não sendo um fator determinante do nível do produto e a flexibilidade da taxa de juros assegura que a parcela da renda que não é consumida seja investida, fazendo com que não haja obstáculos do lado da demanda a se ajustar à determinação do produto.

Portanto, no modelo clássico, a moeda não é capaz de afetar as variáveis reais da economia, como produto e nível de emprego, determinando apenas variáveis nominais como o nível de preços e o salário nominal.

## **I.2 Monetarismo**

### **I.2.1 Demanda por moeda para Friedman**

Após as versões tradicionais da TQM e suas implicações terem sofrido uma série de críticas advindas da teoria geral de Keynes, Milton Friedman reestabelece a TQM convencional apresentando um conjunto amplo de variáveis, das quais a demanda por moeda depende, tais como: riqueza, composição da renda, custo de oportunidade dos saldos monetários, inflação esperada e preferências (FRIEDMAN, 1956). Nestes termos, a função demanda por moeda cuja equação expressa a demanda por saldos reais como uma função de variáveis reais é explicitada a seguir:

$$\frac{M}{P} = f\left(w, r, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, y, u\right)$$

Segundo o autor, a demanda por moeda é função positiva da renda permanente, que corresponde ao retorno obtido sobre o estoque de riqueza  $W$  [ $Y_p = r \times W$ ]. A demanda por moeda depende positivamente da composição da riqueza. Friedman divide a riqueza em riqueza humana, menos líquida, e riqueza não humana, mais líquida. Seja  $w = \frac{R_h}{R_{nh}}$  um indicador de liquidez da riqueza, quanto maior  $w$ , menos líquido é o portfólio e maior a demanda por moeda.

A demanda por moeda é função inversa do retorno esperado ( $r$ ), tanto dos ativos de renda fixa quanto dos ativos de renda variável. É também função inversa da taxa esperada de variação dos preços ( $\frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$ ), pois esta última tem como consequência futura reduzir a utilidade dos saldos monetários. A demanda por moeda depende ainda positivamente das preferências dos agentes ( $u$ ), que são afetadas pelo quadro econômico, político e institucional. Quanto maiores às incertezas referentes a esses aspectos, maior é a demanda por moeda.

Sob argumentos empíricos e teóricos, Friedman (1956) mostra que a elasticidade renda da demanda por moeda é muito próxima de 1. Assim a demanda por saldos reais seria dada por  $\frac{M^D}{P} = kY$ , onde  $k$  é o termo que abrange todas as variáveis das quais a demanda por moeda depende. Logo, [ $M^D = kPY$ ]: Friedman reestabelece a versão de Cambridge da TQM.

Uma diferença importante entre a TQM clássica e a *friedmaniana* é que nesta última, o  $k$  não é um valor fixo, mas sim estável em relação a um conjunto de variáveis. Isso, segundo o autor, garantiria o sucesso da política monetária baseada no regime de metas monetárias.

Em suma, Friedman (1956) faz uma análise mais abrangente da demanda por moeda, incluindo variáveis importantes. Entretanto, ao supor que a relação da demanda por moeda com essas variáveis é estável, Friedman reestabelece a teoria quantitativa e suas conclusões. A inflação continua sendo um fenômeno exclusivamente monetário e isto é fundamental para o entendimento das proposições de política monetária monetarista.



### **I.2.2 Política monetária monetarista**

O ponto de partida da teoria da política monetária dos monetaristas é a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego. Em linhas gerais, a ideia é que se a economia não está diante de alguma intervenção de política macroeconômica, a taxa corrente de desemprego é igual à taxa natural, onde não há desemprego involuntário (FRIEDMAN, 1995).

As expectativas no modelo são adaptativas, isto é, os trabalhadores formam as expectativas acerca do nível de preços olhando exclusivamente para o passado  $\pi_t^e = \pi_{t-1}$ . A curva de Philips aceleracionista mostra que a moeda não é neutra no curto prazo: se há um aumento na oferta de moeda, os empresários podem oferecer um salário nominal maior, acompanhado de elevação ainda maior dos preços, o que faz com que uma parte dos trabalhadores que estão voluntariamente desempregados tenham a ilusão de estar diante de um salário real mais elevado e decidam ofertar sua mão de obra. Assim, em um primeiro momento, a taxa de desemprego corrente se reduzirá, estando abaixo de seu equilíbrio natural.

Ocorre que os trabalhadores no período seguinte por conta da hipótese das expectativas adaptativas, perceberão que na verdade também houve um aumento no nível de preços, provocado em função da expansão do estoque de moeda, logo o salário nominal mais elevado não corresponde a um maior salário real. Desfeita a ilusão monetária, os trabalhadores que ingressaram no mercado de trabalho voltam ao desemprego voluntário e a taxa de desemprego corrente volta à taxa natural, porém agora com um nível de preços mais elevado. Para que a taxa de desemprego seja mantida, os trabalhadores precisariam, de forma permanente, serem iludidos por meio de uma elevação da oferta de moeda e dos preços cada vez mais alta.

Desta forma, para os monetaristas, no curto prazo, a moeda é capaz de afetar as variáveis reais da economia, como o desemprego, porém, passada a ilusão monetária, o resultado acaba sendo somente uma inflação maior, logo continua valendo a neutralidade da moeda no longo prazo. A recomendação de política econômica continua sendo a mesma dos

clássicos: não se deve fazer uma política monetária ativa, pois os efeitos benéficos são transitórios e a consequência futura é apenas uma aceleração da inflação.

### **I.3 Novos-Clássicos**

A escola novo-clássica tem muitas das suas hipóteses ligadas à escola monetarista. A diferença principal é que os novo clássicos acreditam que se os agentes são maximizadores de utilidade, eles também maximizam a utilização das informações que recebem (CARVALHO et al., 2017). Assim, ao invés dos trabalhadores formarem suas expectativas olhando exclusivamente para o passado (expectativas adaptativas), os mesmos também olham para o futuro no que ficou conhecido como expectativas racionais.

Um aumento da oferta de moeda não tem efeitos nas variáveis reais da economia, pois ao ser anunciada a expansão monetária, os agentes entendem isto como uma mensagem que os salários e o nível dos preços se elevarão, e se antecipam a isto já aumentando seus preços e salários. A consequência disso é que, em condições normais, a taxa de desemprego corrente será igual à taxa natural.

A única possibilidade que existe para que a taxa de desemprego corrente seja diferente da natural é uma política monetária inesperada pelos agentes, pois esta última faz com que ocorra uma decepção dos agentes em sua expectativa de variação do estoque de moeda e por consequência na sua expectativa de variação do nível de preços. Nesta situação, no curto prazo, uma expansão monetária conseguiria afetar as variáveis reais da economia, mas no longo prazo o desemprego e o produto voltariam a suas taxas naturais, e novamente, o resultado seria apenas uma inflação maior.

Desta forma, os novos-clássicos defendem que o governo só deveria realizar políticas monetárias de conhecimento geral dos agentes, caso contrário causará um ambiente de incertezas na economia e desconfiança dos agentes em relação ao comportamento futuro do governo. Sem surpresas, os novos-clássicos retomam o resultado do modelo clássico ao afirmar que a moeda é neutra no curto e no longo prazo. Como não consegue afetar as

variáveis reais da economia, a política econômica que deveria ser perseguida pelas autoridades monetárias deve ser em cima da única variável que a política econômica é capaz de afetar: inflação.

A preocupação com a interferência do governo na autoridade monetária e as consequências negativas de surpresas na condução da política monetária levou a vários autores adeptos da escola novo-clássica a criarem propostas de independência do Banco Central e metas de inflação, estando parte de tais propostas no Novo Consenso Macroeconômico.

#### **I.4 O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) e o Regime de Metas de Inflação (RMI)**

O novo consenso macroeconômico é considerado a síntese dos avanços da teoria econômica convencional nas últimas décadas e coloca na política monetária o protagonismo da política econômica, subordinando as coisas políticas (fiscal, cambial e financeira) ao objetivo prioritário de estabilização do produto e principalmente da inflação (CARVALHO et al., 2017).

Sua fundamentação teórica está associada à junção de elementos presentes nas escolas monetarista, novo-clássica, ciclo real de negócios e novo-keynesiana. Dentre estes, podemos destacar: a noção de agentes representativos, a hipótese das expectativas racionais e a existência de algum tipo de rigidez temporária nos preços, em um mundo de concorrência monopolista.

Carvalho et al. (2017) entende que a formalização matemática do novo consenso macroeconômico utiliza-se do chamado modelo estocástico de equilíbrio geral dinâmico (DSGE) que pode ser representado através de três equações básicas:

$$IS : y_t = a_1 y_{t-1} + a_2 E_t y_{t-1} - a_3 (i_t - E_t \pi_{t+1}) + g_t$$

$$Curva de Philip: \pi_t = b_1 y_t^* + b_2 \pi_{t-1} + b_3 E_t (\pi_{t+1}) + z_t$$

$$\text{Regra de Taylor: } i_t = r^* + c_1 y_{t-1}^* + E_t(\pi_{t+1}) + c_2(\pi_{t-1} - \pi)$$

Onde  $y^*$  é o hiato do produto,  $i$  é a taxa de juros nominal,  $r^*$  é a taxa de juros real de equilíbrio,  $\pi$  é a inflação,  $\bar{\pi}$  é a meta de inflação,  $g_t$  representa um choque de demanda,  $z_t$  representa o choque oferta,  $E_t y_{t-1}$  as expectativas do hiato do produto e  $E_t(\pi_{t+1})$  a expectativa de inflação.

A primeira equação descreve a função IS, onde a demanda agregada  $y_t$  é uma função positiva do efeito defasado do hiato do produto  $y_{t-1}$ , da renda esperada  $E_t y_{t-1}$  e dos choques de demanda  $g_t$ . Por outro lado, é uma função negativa da taxa de juros real de curto prazo, representada pela taxa de juros nominal menos a expectativa de inflação. Neste modelo, o canal de transmissão da política monetária, sobre a demanda agregada, se processa principalmente por meio da taxa de juros e das expectativas de inflação.

$$y_t = f \left[ \begin{array}{cccc} y_{t-1} & E_t y_{t-1} & (i_t - E_t \pi_{t+1}) & g_t \\ + & + & - & + \end{array} \right]$$

A segunda equação é a Curva de Philips expectacional que mostra a inflação dependendo positivamente do hiato do produto  $y_t^*$ ; do efeito defasado da inflação  $\pi_{t-1}$  (que representa alguma rigidez de preços no modelo); das expectativas de inflação  $E_t \pi_{t+1}$ ; e dos choques de oferta  $z_t$ . Sobre este último, que gera uma inflação de custo, ressalta-se que os erros têm esperança matemática igual a zero, ou seja, os choques positivos e negativos se compensam ao longo do tempo, não existindo assim qualquer efeito deste fator sobre o nível de preços no longo prazo.

$$\pi_t = f \left[ \begin{array}{cccc} y_t^* & \pi_{t-1} & E_t(\pi_{t+1}) & z_t \\ + & + & + & + \end{array} \right]$$

A terceira equação é a regra operacional de condução da política monetária, conhecida como regra de Taylor e mostra que a taxa de juros nominal de curto prazo (o principal instrumento da política monetária) depende positivamente da taxa natural de juros real  $r^*$ , do

hiato do produto defasado  $y_{t-1}^*$ , das expectativas de inflação  $E_t\pi_{t+1}$ ; e da diferença entre a inflação e a meta de inflação. Assim, a política monetária responderia aos desvios de produção e inflação, dado os objetivos de emprego e estabilidade de preços e é conduzida de tal forma a estabelecer uma meta para a taxa básica de juros, sem qualquer consideração sobre a taxa de crescimento da oferta de moeda.

$$i_t = r^*; y_{t-1}^*; E_t(\pi_{t+1}); (\pi_{t+1} - \pi)$$

+ + + +

Desse modo, a política monetária por meio de regras utiliza-se de uma âncora nominal (a inflação) e utiliza a taxa de juros nominal de curto prazo como principal instrumento de política monetária: deve-se subir (ou reduzir) a taxa de juros de curto prazo para afetar a taxa de juros de longo prazo e as expectativas de inflação.

Deixa-se então, de acordo com o exposto por Carvalho et al, 2017, de agir sobre os agregados monetários e assume-se o compromisso com uma meta de inflação. Em razão disso, o autor entende que o NCM estabelece o regime de metas de inflação (RMI) como o arcabouço institucional mais adequado para a condução da política monetária por parte da autoridade monetária.

O regime de metas de inflação, implementado por diversos países na década de 90, tem como antecedentes as significativas dificuldades encontradas pelas autoridades monetárias em perseguir metas de agregados monetários e o ônus existente em se adotar uma âncora cambial.

De acordo com Mishkin (2000), a estratégia de política monetária do regime é composta pelos seguintes elementos principais: (i) o anúncio de uma meta numérica da inflação para um ou mais horizontes de tempo; (ii) o compromisso da autoridade monetária que a estabilidade dos preços é o objetivo central da política monetária, estando qualquer outro objetivo subordinado a este; (iii) o uso de uma estratégia de informação em que algumas variáveis, e não apenas os agregados monetários e a taxa de câmbio, sejam utilizados como

parâmetros às decisões envolvendo os instrumentos de política; (iv) o compromisso da autoridade monetária em ser a mais transparente possível em suas decisões, por meio da comunicação ao público e aos mercados sobre os planos, objetivos e decisões realizadas e (v) o aumento da responsabilidade do Banco Central em atingir as metas de inflação pré-estabelecidas.

Desta forma, o RMI é visto não somente como um conjunto de regras a serem seguidas pela autoridade monetária, mas também como um marco referencial para a operacionalização da política monetária. Os instrumentos de política monetária em posse do Banco Central devem ser usados sempre que houver sinais de que a taxa de inflação futura deva se desviar de sua meta.

Por fim, cabe citar que alguns fatores podem dificultar a convergência das taxas de inflação para as metas em um regime de metas de inflação, tais como: a credibilidade atribuída à própria autoridade monetária e a propensão dos países à dominância fiscal e financeira, sendo este último fator o motivo de análise no próximo capítulo.

## **CAPÍTULO II: INTERAÇÕES ENTRE A POLÍTICA FISCAL E A POLÍTICA MONETÁRIA**

### **II.1 Aritmética Monetarista Desagradável**

Como visto no primeiro capítulo deste trabalho, a visão monetarista acredita que a moeda é incapaz de afetar as variáveis reais da economia de forma permanente (no longo prazo). Friedman acredita então que a autoridade monetária deve concentrar seus esforços no controle da inflação, variável sobre a qual conseguiria exercer substancial controle.

Em artigo seminal, Sargent e Wallace (1981) mostram que, mesmo se utilizando de premissas monetaristas, sob determinadas condições, a autoridade monetária também pode não ter controle sobre a inflação. Os autores utilizam como fundamentação a restrição orçamentária intertemporal do governo, onde, se considerado como hipótese que a possibilidade de *default* não existe, o estoque da dívida pública do governo em mão dos agentes deve ser igual aos superávits primários futuros descontados mais a receita de senhoriagem. A partir disso, Sargent e Wallace (1981) induzem a ideia de que a interação entre a política fiscal e a política monetária pode ocorrer de duas formas: ou prevalece a situação de dominância monetária ou a de dominância fiscal.

Na dominância monetária, a autoridade monetária se move primeiro e estabelece, de forma autônoma, como será a condução da política monetária, por exemplo, definindo qual será a taxa de crescimento da base monetária. A partir disso, a mesma está definindo *ex-ante* qual será o montante da receita gerado através da criação de moeda que irá ser transferida para a autoridade fiscal (senhoriagem). A autoridade fiscal define seu orçamento de tal forma que o mesmo precise ser financiado por uma combinação da venda de títulos ao público e da senhoriagem. Visto que a receita de senhoriagem será definida pela autoridade monetária, a autoridade fiscal enfrenta assim as restrições impostas pela procura dos agentes por títulos e deve adaptar sua política de superávits para respeitar a restrição intertemporal do governo. Segundo os autores, o resultado desse tipo de coordenação é que a autoridade monetária consegue controlar a inflação, como ilustrado na passagem a seguir:

“Under this coordination scheme, the monetary authority can permanently control inflation in a monetarist economy, because it is completely free to choose any path for base money.” (SARGENT E WALLACE, 1981, p. 1)

Já na dominância fiscal, quem se move primeiro é a autoridade fiscal definindo seu orçamento de forma independente da política monetária, e por consequência, determinando o montante total a ser financiado seja através da venda de títulos do governo ou da senhoriagem. Agora, quem está diante da restrição imposta pela demanda por títulos é a autoridade monetária, pois caso os déficits sejam de tal magnitude que os agentes não queiram absorver todos os títulos necessários para financiar o mesmo, a autoridade monetária será obrigada a financiar essa diferença via criação de moeda. Valendo-se da hipótese da validade da teoria quantitativa da moeda, esta criação adicional de moeda leva a um aumento do nível de preços, como destacado a seguir:

“If the fiscal authority's deficits cannot be financed solely by new bond sales, then the monetary authority is forced to create money and tolerate additional inflation.” (SARGENT E WALLACE, 1981, p. 2)

Sargent e Wallace dizem ainda que o que irá determinar se nesta segunda situação a autoridade monetária conseguirá controlar a inflação é a demanda por títulos. No caso particular de déficits orçamentários, se a demanda por títulos implicar em uma taxa de juros real maior do que a taxa de crescimento do produto, a autoridade monetária é incapaz de controlar a inflação.

Isto ocorreria, pois, caso o principal e os juros da dívida continuassem a ser financiados por novas emissões de títulos, mais cedo ou mais tarde, ao fazer isso, o estoque real de títulos irá crescer em relação ao produto até o ponto em que os agentes não estarão dispostos a aceitar mais títulos, o que impõe um limite ao financiamento dos déficits por meio de emissão de novos títulos.

Diante deste cenário, resta à autoridade monetária a alternativa de elevar a receita de senhoriagem via criação de moeda, o que se traduz em uma inflação crescente. A dívida então acaba sendo monetizada e os esforços da autoridade monetária para reduzir uma inflação crescente não só não surtem efeitos, como acabam sendo contraproducentes, pois a inflação



que disto resulta é maior do que aquela que ocorreria na ausência de uma política monetária restritiva.

Furtado (2017) ressalta que ainda que a condução inadequada da política fiscal possa afetar a política monetária através da necessidade de uma expansão monetária que leve a uma maior receita de senhoriagem, a inflação continua sendo um fenômeno estritamente monetário, pois a mesma está sendo causada pela expansão da oferta de moeda, ou seja, ainda valem as premissas monetaristas da teoria quantitativa da moeda. A política fiscal afeta a taxa de inflação, mas apenas porque afeta a política monetária.

Dentro do arcabouço do regime de metas, Gonçalves (2015) a partir do trabalho de Loyo (1997) interpreta que o tipo de dominância fiscal sugerido por Sargent e Wallace (1981) se manifesta quando não resta dúvidas para o Banco Central que a trajetória de crescimento da dívida pública é insustentável e, em função disso, o mesmo se abstém de elevar a taxa básica de juros ainda que a economia esteja diante de pressões inflacionárias. Nestes termos, o Banco Central acaba acomodando o déficit fiscal ao fixar uma taxa de juros inferior a necessária para controlar a inflação.

Portanto, o trabalho de Sargent e Wallace é de fundamental importância ao demonstrar teórica e empiricamente que, caso não haja coordenação adequada entre a política fiscal e a política monetária, o resultado pode acabar sendo uma situação onde a autoridade tem pouco (ou nenhum) controle sobre a inflação. A partir deste arcabouço, desenvolvem-se visões alternativas acerca da interação entre as políticas monetária e fiscal, que serão explicitadas nas seções a seguir.

## **II.2 Teoria Fiscal do Nível de Preços**

Uma primeira abordagem que se contrapõe à visão “monetarista” da dominância fiscal foi apresentada pelos modelos da chamada “teoria fiscal do nível de preços”, introduzida nos trabalhos de Woodford (1995, 2001). Segundo o autor, o modelo presente em Sargent e Wallace (1981) teria pouca aderência com a realidade de mercados financeiros cada vez mais

desenvolvidos e economias com maior grau de institucionalização monetária, como ilustrado na passagem a seguir:

“Furthermore, the model just sketched might seem to apply only to a few less-developed economies, not to advanced economies such as the U.S. or the European Union. For it would seem not to apply in the case of an independent central bank, that need not accept seignorage targets dictated by the Treasury; nor would it seem likely to apply to an economy with sophisticated financial markets, in which it is difficult for the government to raise large seignorage revenues, because of people’s ability to substitute away from non-interest-earning assets. Thus the part of the world in which such a regime would even be a potential outcome might seem to be rapidly shrinking.” (WOODFORD, 2001, p. 4)

Para Woodford (2001), a visão monetarista da dominância fiscal entende que o mero comprometimento explícito da autoridade monetária em assegurar a estabilidade do nível de preços seria suficiente para controlar a inflação. Assim, um Banco Central independente não expandiria a base monetária visando transferir receitas de senhoriagem para a autoridade fiscal.

Contrariando essa lógica, Woodford acredita que, tanto a existência de um arranjo institucional, onde a autoridade monetária esteja livre de qualquer diretriz ou pressão da autoridade fiscal, quanto o compromisso da autoridade monetária em conduzir a política monetária de acordo com uma regra da taxa de juros – como a regra de Taylor, independente de variáveis fiscais, é insuficiente para assegurar uma inflação baixa e estável. Mesmo em países com Bancos Centrais independentes e sem qualquer influência do Tesouro Nacional nas decisões do BC, podem existir instabilidades no nível de preços, a depender da trajetória da política fiscal.

Resende (2017) entende que é possível resumir a essência da abordagem formal da teoria fiscal do nível dos preços presente em Woodford (1995, 2001) na equação que representa a restrição orçamentária intertemporal do governo, apresentada a seguir:

$$\frac{M_t + B_t}{P_t} = E_t \left[ VPR \left( \sum_{t+1}^{\infty} S_{t+1} \right) \right]$$

Onde o termo à esquerda é o passivo nominal do governo composto pelo estoque de moeda (M) e de dívida (B), deflacionados pelo nível de preços e o termo à direita é o valor presente redescontados dos superávits primários futuros esperados. A restrição orçamentária intertemporal do governo diz que o valor real do passivo do governo deve ser igual ao valor presente da expectativa da trajetória futura do superávit primário.

Segundo o autor, outra forma de visualizar a equação acima é apresentando a mesma como a equação que determina o nível de preços:

$$P = \frac{M_t + B_t}{E_t[VPR(\sum_{t+1}^{\infty} S_{t+1})]}$$

A partir disso, Resende (2017) entende que o passivo financeiro do governo e o valor esperado dos superávits futuros são o que determina o nível de preços. A âncora da inflação passa a ser fiscal e a política monetária só afeta indiretamente o nível de preços através da taxa de juros definida pelo Banco Central que influencia no passivo financeiro do governo.

Rocha e Silva (2004) ressaltam que a diferença principal entre a teoria fiscal do nível de preços e a abordagem tradicional de Sargent e Wallace (2001) está na interpretação da restrição intertemporal do governo. Enquanto a abordagem tradicional encara a equação como uma restrição ao comportamento do governo, onde o mesmo deve adotar uma política de tributação e gastos de tal forma com que os dois lados da expressão se iguale para qualquer nível de preço, a TFNP entende a equação como uma condição de equilíbrio, onde o nível de preços de equilíbrio é aquele que iguala o passivo nominal do governo ao valor presente dos superávits futuros descontados, ou seja, o ajustamento deve ocorrer através do nível de preços.

Segundo interpretação de Furtado (2017) a partir do trabalho de Woodford (2001), para a TFNP, o mecanismo de ajustamento do nível de preços na restrição orçamentária intertemporal do governo ocorre através do canal da riqueza dos agentes econômicos privados. Considerando o passivo nominal do governo como dado, em determinado instante do tempo, caso as famílias esperem uma redução no tamanho dos superávits primários futuros

do governo (o que pode ocorrer tanto através de aumento nos gastos do governo quanto através de uma redução de tributos), as mesmas encaram o aumento da dívida pública como um aumento de sua riqueza no futuro. Porém, ao se sentirem mais ricas, acabam decidindo antecipar o consumo futuro no presente, consumindo mais bens e serviços hoje. Com o excesso de demanda gerado, há um aumento no nível de preços, pois a oferta e demanda estavam em equilíbrio antes das expectativas mudarem. O aumento no nível dos preços implica em perda sobre o valor dos ativos das famílias, que acabam reavaliando suas decisões de consumo de forma a igualar novamente a demanda e oferta de bens. Nas palavras do Woodford:

“The basic economic mechanism is the wealth effect of fiscal disturbances upon private expenditure. The anticipation of lower primary government surpluses makes households feel wealthier (able to afford a greater sum of private and government expenditure, given their expected after-tax income and given expected government purchases on their behalf), and thus leads them to demand goods and services in excess of those the economy can supply, except insofar as prices rise. A sufficient rise in prices can restore equilibrium by reducing the real value of the nominal assets held by households (which, in aggregate, are simply the nominal liabilities of the government). Equilibrium is restored when prices rise to the point that the real value of those nominal assets no longer exceeds the present value of expected future primary surpluses, since at this point the (private plus public) expenditure that households can afford is exactly equal in value to what the economy can produce.” (WOODFORD, 2001, p. 19)

Desta forma, a determinação do nível de preços depende do efeito riqueza de variações no nível de preços, sendo independente de variações na base monetária. A política fiscal determina diretamente o nível de preços e, uma vez determinado o mesmo, o Banco Central acomoda de forma passiva a oferta de moeda. Isto ocorre, pois o aumento do nível de preços resulta em maior demanda das pessoas por moeda, o que leva a autoridade monetária a aumentar a expansão monetária. A causalidade vai diretamente da política fiscal para o nível de preços, o que não ocorria no modelo da aritmética monetarista desagradável, daí a ser denominado como “dominância fiscalista”.

Woodford define o mecanismo de ajustamento descrito acima no qual a política fiscal consegue afetar a demanda agregada de “regime não-Ricardiano”, estabelecendo-se assim o contraste com o chamado “regime ricardiano”, que prega a neutralidade do déficit público,

isto é, uma política fiscal expansionista não tem efeitos sobre a demanda agregada, pois os indivíduos, valendo-se da hipótese das expectativas racionais, entendem que o aumento de gastos ou a redução de carga tributária hoje significa aumento de impostos no futuro. Sob o regime não-Ricardiano, prevalece a teoria fiscal do nível de preços com a política fiscal sendo ativa e a monetária passiva.

Portanto, Woodford mostra que sob situação de dominância fiscal, a especificação da política fiscal afeta significativamente a condução da política monetária. Diferente do concebido pela abordagem tradicional da aritmética monetarista desagradável, a autoridade fiscal não atribui nenhuma meta direta de senhoriagem ao banco central, mas sim se manifesta por meio de pressão sobre o Banco Central para usar a política monetária para manter o valor de mercado da dívida do governo. A oferta de moeda passa a ser endógena, no sentido do Banco Central acomodar passivamente a mesma, de modo a manter a taxa de juros nominal fixada. Quando o regime de coordenação é de dominância fiscal, o nível de preços é determinado pela política fiscal.

O Banco Central não terá sucesso em sua missão de alcançar uma inflação baixa e estável caso a autoridade fiscal não seja capaz de estabilizar a dívida pública e ancorar as expectativas dos agentes privados acerca da trajetória futura das variáveis fiscais, como Woodford explicita no trecho a seguir:

“Our results imply that a central bank charged with maintaining price stability cannot be indifferent as to how fiscal policy is determined. Commitment to an anti-inflationary monetary policy rule, such as a Taylor rule with a low implicit inflation target, cannot by itself ensure price stability.”  
(WOODFORD, 2001, p. 70).

Mesmo diante de uma política monetária ativa, a TFNP pode acabar levando a uma situação de dominância fiscal. Isto ocorreria, pois, caso o Banco Central suba os juros, para dada política fiscal, isto leva a um aumento do passivo nominal do governo. Considerando-se que as expectativas acerca dos superávits primários futuros estão inalteradas, para respeitar a restrição orçamentária intertemporal do governo, este aumento no passivo terá que ser compensado com uma elevação do nível de preços.

Resende (2017) destaca que este resultado só é possível, pois a teoria fiscal do nível de preços considera que todo passivo nominal do governo é um ativo do setor privado, logo qualquer variação neste passivo seja através de uma expansão na oferta de moeda seja através de um aumento no estoque de títulos públicos resultará em um aumento na demanda agregada. O autor, inclusive, faz uma analogia à teoria quantitativa da moeda ao extrair uma equação quantitativista da teoria fiscal do nível de preços, explicitada a seguir:

$$(M + B).V = P.E \left[ (VPR \sum S) \right]$$

Onde do lado esquerdo da equação, temos agora não apenas a moeda, mas também o estoque de títulos públicos e do lado direito da equação, o produto é substituído pelo valor esperado presente redescontado dos superávits primários. Apesar da analogia, Resende (2017) faz ressalvas à mesma ao dizer que é uma simplificação questionável, afinal tanto a velocidade de circulação  $V$  quanto  $E[(VPR \sum S)]$  são resultados de um processo de maximização intertemporal dos agentes.

Neste sentido, Gonçalves (2015) a partir da interpretação de Loyo (1997) entende que enquanto na aritmética monetarista desagradável, para se ter dominância fiscal, a autoridade monetária é necessariamente passiva, isto é, não usa na magnitude que deveria os instrumentos da política monetária para combater a inflação, na TFNP, não necessariamente a autoridade monetária é passiva. Mesmo que o Banco Central pratique uma política monetária ativa, o resultado pode acabar sendo o de dominância fiscal.

### **II.3 A interpretação de Blanchard**

Uma terceira interpretação sobre a interação entre a política fiscal e a política monetária foi feita por Olivier Blanchard (2004) ao produzir um modelo onde uma política monetária contracionista, sob determinadas condições das variáveis fiscais, pode produzir um aumento da inflação mesmo dentro de um regime de metas de inflação. O autor busca evidência empírica olhando para o caso brasileiro entre 2002 e 2003, período que marca a

chegada de Luiz Inácio Lula da Silva à presidência. Segundo Blanchard, o aumento crescente na probabilidade da eleição de Lula ao longo de 2002 levou o país a uma significativa crise macroeconômica que começou a ser revertida nos primeiros meses de 2003. Diferentemente dos modelos anteriores, Blanchard utiliza um modelo aberto ao incorporar a taxa de câmbio como variável fundamental à análise e os impactos do fluxo de capitais.

Blanchard (2004) começa sua interpretação da dominância fiscal dizendo os dois caminhos convencionais pelos quais uma política monetária restritiva expressa no aumento de juros pode reduzir a inflação. O primeiro caminho seria através de uma redução da demanda agregada e da produção, pelos canais do consumo e do investimento que teria como consequência, uma redução no nível dos preços. O segundo caminho seria através do canal do câmbio: um aumento da taxa de juros doméstica faz com que o diferencial de juros domésticos em relação ao internacional fique maior, o que torna os títulos domésticos mais atrativos, atraindo mais capital para dentro do país e tendo como consequência, uma apreciação cambial, que pressiona para baixo a inflação.

É sobre o segundo caminho (do câmbio) que o autor foca sua modelagem e análise empírica, pois, segundo o mesmo, uma vez levado em consideração o efeito da taxa de juros sobre a probabilidade de inadimplência da dívida pública, um aumento na taxa de juros pode acabar levando a uma desvalorização cambial ao invés da apreciação cambial esperada.

A entrada de capitais depende positivamente da taxa de retorno dos títulos domésticos e negativamente da taxa de retorno dos títulos internacionais e da maior aversão ao risco, isto é, quanto maior a taxa de retorno dos títulos domésticos e, menor a taxa de retorno dos títulos internacionais e a probabilidade de default, maior será a entrada de capitais no país.

Desta forma, o modelo de Blanchard especifica que, se, por um lado, para uma dada taxa internacional, um aumento da taxa de juros doméstica leva a uma maior entrada de capitais e consequente apreciação cambial; por outro, um aumento na aversão ao risco leva a uma saída de capitais, que deprecia a taxa de câmbio. Assim, o comportamento da taxa de câmbio dependerá da magnitude dos movimentos das taxas de juros e da probabilidade de *default*. Caso a pressão por depreciação supere a pressão por apreciação cambial, a política

monetária contracionista pode ter o resultado diferente do enunciado pelo canal convencional, levando a um aumento da inflação em consequência da desvalorização cambial.

Blanchard enumera três possibilidades que poderiam fazer com que um incremento da taxa de juros leve a uma depreciação maior do que a apreciação esperada pelo canal convencional: quanto maior seja o patamar da dívida corrente; quanto maior seja o grau de aversão ao risco por parte dos investidores externos; e quanto mais elevada seja a proporção de dívida denominada em dólar.

Sobre a primeira possibilidade, Blanchard sugere haver um nível crítico para o tamanho da dívida pública, ainda que não especifique como se determina o mesmo. Abaixo deste nível, aumentos da taxa de juros não surtiriam efeitos sobre a probabilidade de *default*. Já acima do nível crítico, existiria efeito positivo sobre a probabilidade de calote, sendo tal efeito tão maior quanto maior for o tamanho corrente da dívida.

Para Blanchard, todo o mecanismo exposto acima parece ser justamente o que aconteceu no caso brasileiro em 2002. O aumento da aversão ao risco no decorrer do ano eleitoral com o medo da chegada da esquerda ao poder levou a uma saída de capitais expressiva que desvalorizou significativamente a taxa de câmbio, resultando em uma maior inflação. Sob o regime de metas de inflação, o Banco Central do Brasil, cumprindo sua função de responder ativamente a elevações da inflação com subidas da taxa real de juros, elevou a taxa de juros nominal de curto prazo mais do que proporcionalmente o aumento da inflação, mas o resultado acabou sendo uma deterioração ainda maior da questão fiscal e por consequência da possibilidade de *default* da dívida pública.

Portanto, o trabalho de Blanchard questiona a lógica do regime de metas de inflação quando as condições fiscais estão se deteriorando. Quanto mais o banco central aumenta os juros, maior será a probabilidade de *default* da dívida pública, que acentua a percepção de risco, a saída de capitais e a desvalorização; e, quanto mais a moeda se desvaloriza, mais a inflação acelera. Nas palavras do autor, a solução para tal cenário não é a política monetária, mas sim a fiscal:



“Suppose, therefore, that the overall effect of an increase in interest rate is indeed to increase inflation rather than decrease it. The policy implication is then straightforward. The way to fight inflation is through fiscal policy, not monetary policy. An increase in the primary surplus, in our model, implies a decrease in the probability of default, an appreciation—and thus, going beyond the model, lower inflation. This seems to be precisely what the new government has attempted to do in Brazil since its election” (BLANCHARD, 2004, p. 28)

A evidência empírica que o autor se refere após a eleição está diretamente ligada a fatores como: o anúncio da equipe econômica do ex-presidente considerada pelo mercado como conservadora e principalmente o compromisso assumido pelo novo governo com metas de superávit primário mais altas aliadas ao anúncio de uma reforma no sistema previdenciário, que deram aos investidores a confiança de que a solvência fiscal de curto e médio prazo do Estado brasileiro estava garantida, possibilitando assim uma drástica redução na possibilidade de calote da dívida pública, o que contribui significativamente para redução da saída e, eventualmente, maior entrada de fluxo de capitais no país, apreciando a taxa de câmbio e por consequência, diminuindo a inflação.

Blanchard encerra seu artigo ressaltando que não basta olhar somente para o canal do câmbio para avaliar qual será o resultado da política monetária, sendo necessário considerar também o efeito direto da taxa de juros sobre a demanda interna e produção (o que não está especificado em seu modelo). Apesar disso, o autor sugere que os juros no Brasil são tão altos para as empresas e consumidores que o principal tomador de empréstimos na economia é o governo, o que faz com que o efeito da taxa de juros recai principalmente sobre a dinâmica fiscal.

Portanto, a dominância fiscal exposta acima é mais uma possibilidade de interação entre política fiscal e política monetária, onde a autoridade monetária não é capaz de controlar a inflação, mesmo sob o regime de metas de inflação.

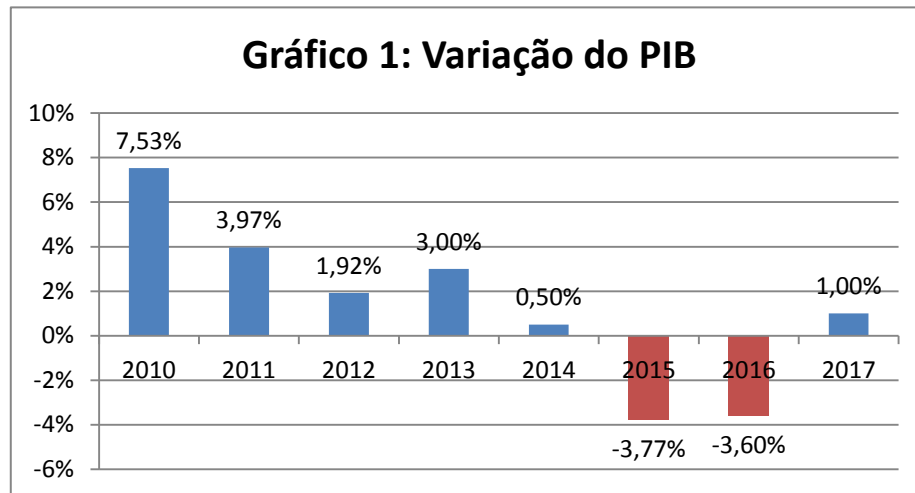
### **CAPÍTULO III: O DEBATE SOBRE DOMINÂNCIA FISCAL NO BRASIL ENTRE 2015-2017**

O segundo semestre de 2015 marcou o início de uma grande discussão nos principais veículos de comunicação no Brasil acerca da possibilidade de o país estar diante de um quadro de dominância fiscal. Com a mudança de governo e a consequente mudança na equipe do Banco Central, o debate sobre o tema foi, aos poucos, perdendo importância, mas voltou a ganhar força após o artigo de Resende (2017) no jornal Valor Econômico, que questionava explicitamente a eficácia que a política monetária convencional estaria tendo sobre o controle da inflação.

A partir disso, será explicitado qual cenário macroeconômico estava ocorrendo para que o debate acerca da possibilidade de dominância fiscal emergisse e, em síntese, quais eram as principais opiniões contra ou a favor desta hipótese. O recorte temporal escolhido para os gráficos que serão apresentados foi de 2010 a 2017, com o objetivo de contextualizar a trajetória das variáveis escolhidas ao longo desses anos, ainda que o foco da análise esteja no que ocorreu na economia brasileira entre os anos de 2015 a 2017, anos em que se observa dois movimentos bem distintos: um de significativa queda no nível de atividade e alta inflação entre 2015 e 2016 e de retomada do crescimento com baixa inflação em 2017.

#### **III.1 O cenário macroeconômico**

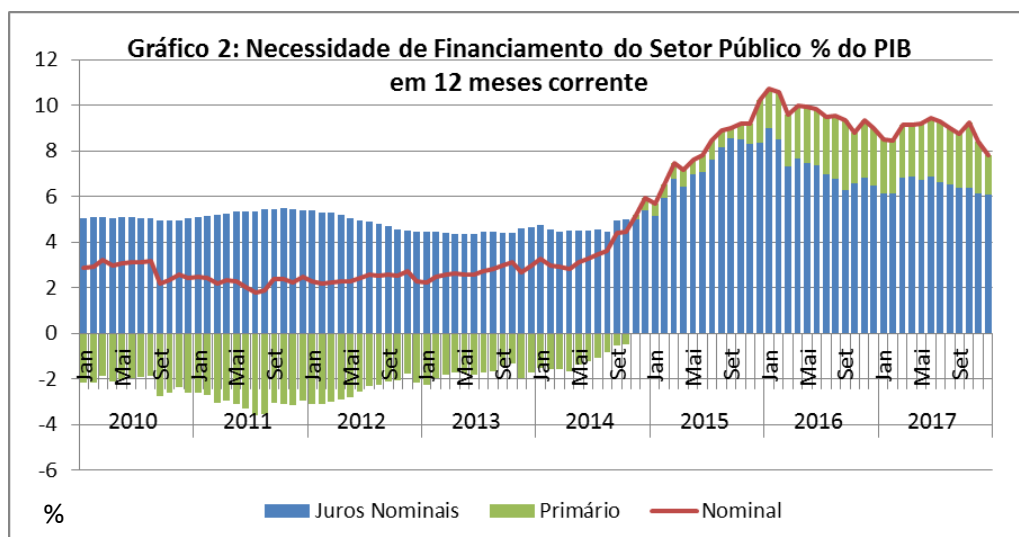
Depois de um crescimento muito significativo em 2010, a economia brasileira começa a dar sinais de desaceleração a partir de 2011. Os sinais que a desaceleração viraria uma recessão já ocorrem em 2014 quando a taxa de crescimento do produto interno bruto (PIB) é de apenas 0,5%. Em 2015, a economia retrai 3,77% e no ano seguinte mais 3,6%, conforme ilustrado no gráfico a seguir:



Fonte: IBGE

Desde o início da série histórica do IBGE, iniciada em 1996, não ocorria uma retração do PIB por dois anos seguidos. Antes, isso ocorreu pela última vez nos anos 30, entre 1931 e 1932. Na comparação trimestre atual com o trimestre anterior, foram oito trimestres seguidos de queda no nível de atividade: do primeiro trimestre de 2015 ao quarto trimestre de 2016 e no período de 2014 a 2016, segundo o IBGE, a queda do PIB per capita foi de 9,1%. A sequência de quedas ocorre no primeiro semestre de 2017, quando a economia volta a crescer e fecha o ano com crescimento de 1%.

No campo fiscal, o Brasil vivenciou nos últimos anos forte deterioração das contas públicas. Conforme ilustrado no gráfico a seguir, o déficit nominal que se mantinha em torno de 2 a 3% do produto interno bruto (PIB) desde 2010, aumentou drasticamente em 2014, chegando ao patamar mais elevado de 10,22% ao final de 2015.

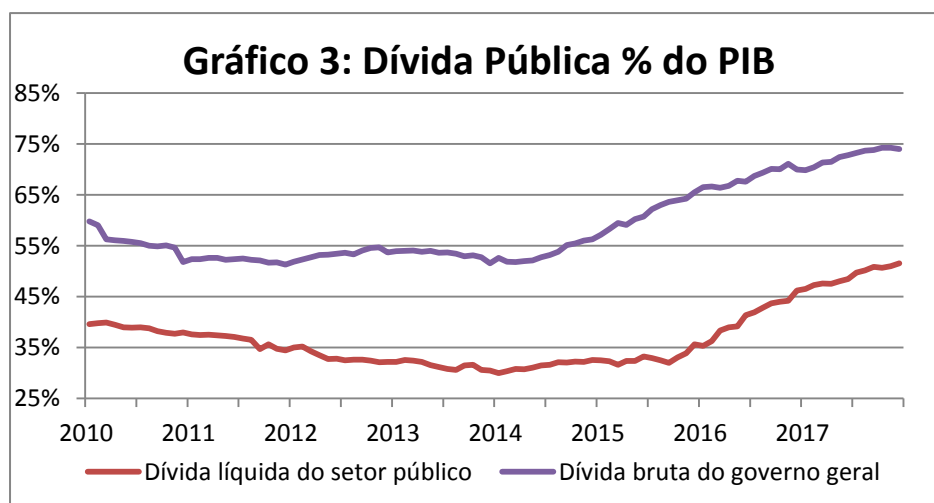


Fonte: Banco Central

O aumento significativo do déficit público ocorreu em função da combinação de déficits primários com expressivo aumento das despesas financeiras do governo. Segundo Souza Junior et al. (2017), até 2011, as receitas e despesas primárias evoluíram de forma coordenada - ainda que a despesa crescesse sistematicamente em termos reais, a arrecadação também crescia. Em 2012, teria ocorrido então o ponto de inflexão, onde os autores entendem que as receitas já começaram a apontar para um declínio persistente (que se aprofundou a partir da queda do PIB), e as despesas, por sua vez, estiveram em trajetória crescente até 2015, deprimindo o resultado primário do governo.

No mesmo período, as despesas do governo com os juros sobre a dívida pública também cresceram significativamente. A expressiva elevação da taxa de juros nominal Selic frente ao aumento das expectativas de inflação fez com que o pagamento de juros como porcentagem do PIB também crescesse a partir de 2012 até atingir 8,46% do PIB no final de 2015, montante equivalente a R\$ 501,8 bilhões. No acumulado de 12 meses, a despesa com juros alcançou o patamar máximo no período analisado em janeiro de 2016, chegando a 9,13% do PIB, sendo justamente neste período que ganhava cada vez mais força a tese da dominância fiscal. Mesmo desconsiderando-se o efeito das perdas nas operações de swap cambial realizadas pelo Banco Central, o montante de juros pagos ainda continua elevado, totalizando 7,9% do PIB.

O resultado desta significativa deterioração das variáveis fiscais foi o aumento da dívida pública em relação ao PIB, conforme pode ser visualizado no gráfico a seguir:



Fonte: Banco Central

A dívida líquida do setor público, que se encontrava em 30% do PIB em janeiro de 2014, chegou a 51,7% ao final de 2017, enquanto a dívida bruta do governo geral, que há anos se encontrava em relativa estabilidade, passou de 50,6% para 74% no mesmo período, isto é, um aumento de mais de 23 pontos percentuais em um período de apenas quatro anos.

Souza Junior et al (2017) reforçam que este patamar da dívida bruta do governo geral acima de 70% faz com que o Brasil tenha uma dívida pública em relação ao PIB maior que a média dos países emergentes em qualquer região do mundo. Segundo os autores, a comparação mais pertinente tem que ser feita com os países emergentes, pois ainda que algumas das economias mais desenvolvidas tenham patamares de relação dívida/PIB muito mais elevados do que o Brasil, as condições de financiamento a que as mesmas se submetem são muito diferentes, tendo-se em geral taxas de juros para a rolagem da dívida expressivamente inferiores nestes países.

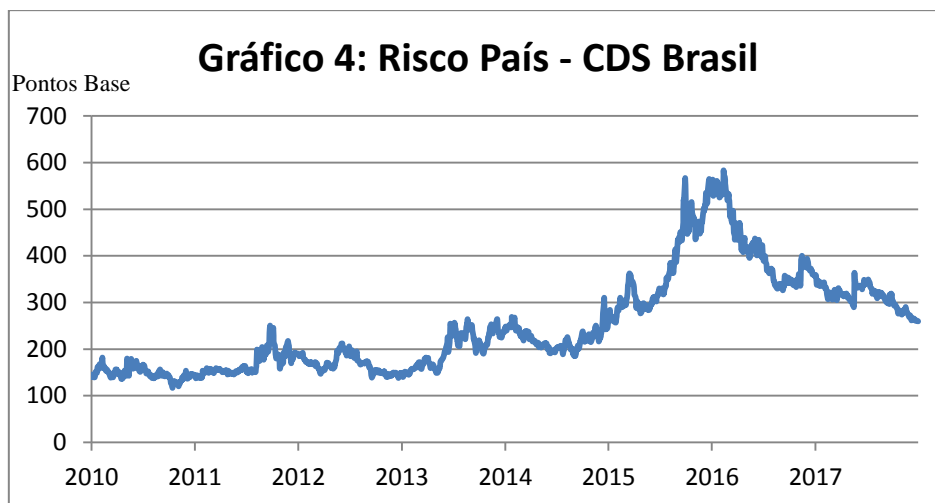
Pescatori, Sandri e Simon (2014) ressaltam que mais importante que o tamanho da dívida pública, cujo patamar que afeta os indicadores de confiança e o nível de atividade não é possível definir com exatidão, é a trajetória da mesma. Dívidas em trajetória explosiva têm o potencial de gerar desconfiança por parte dos credores quanto à capacidade futura de pagamento do governo, se caracterizando assim como indicador fundamental para a solvência do país no longo prazo.

Nestes termos, projeções como a realizada pela Instituição Fiscal Independente (2017) mostram que o desafio de estabilização da dívida pública no médio prazo é expressivo. O relatório constrói três cenários: básico, pessimista e otimista, onde basicamente muda-se parâmetros econômicos, como a taxa de crescimento do PIB, a taxa de juros básica, o resultado primário, a inflação e a taxa de câmbio, com o objetivo de avaliar qual será a dinâmica da dívida pública nos próximos anos. Não é o intuito aqui analisar as três projeções com maior detalhamento, mas vale ressaltar que no cenário base, a dívida pública já supera o patamar de 90% do PIB em 2022.

O cenário de deterioração fiscal veio acompanhado de piora no chamado risco Brasil, conceito que busca refletir o risco de crédito a que investidores estrangeiros estão submetidos

quando investem no Brasil, cujo principal indicador é o Credit Default Swap (CDS) do Brasil, cotado em pontos-base.

O CDS Brasil que estava relativamente estabilizado na faixa entre 100 e 200 pontos base começou a aumentar significativamente a partir do final de 2014 e principalmente ao longo de 2015, quando chegou a superar o patamar de 500 pontos base em cenário de grandes incertezas políticas, com o governo da ex-presidente Dilma Rouseff enfrentando sérias dificuldades para aprovar medidas de natureza fiscal no Congresso Nacional.



Fonte: Bloomberg

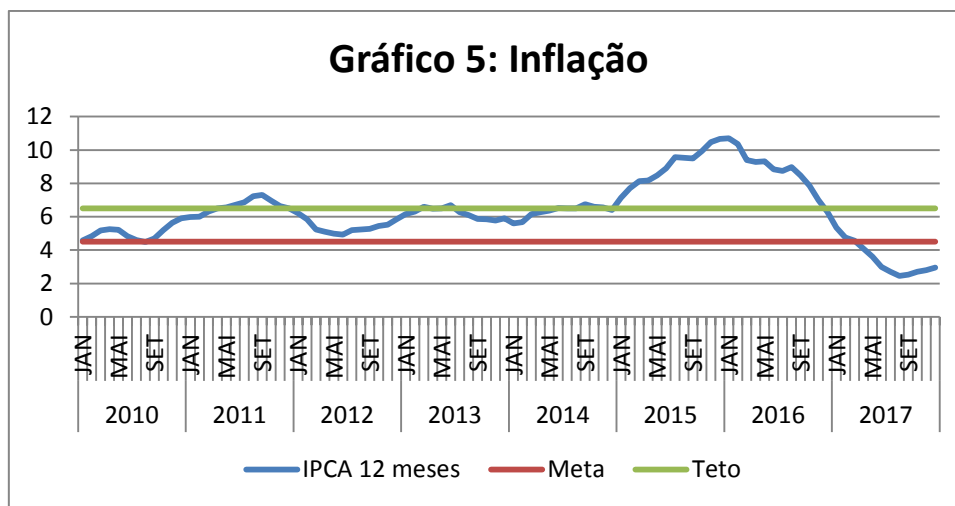
O expressivo aumento do risco país no final de 2015 ocorreu mediante uma série de rebaixamentos no que tange ao grau de investimento das principais agências de classificação de risco no mundo. Em 09/09/2015, a S&P retira o grau de investimento do Brasil; seguida pela Fitch em 16/12/2015 e a Moody's em 24/02/2016.

Souza Junior et al. (2017) ressaltam que além do descompasso entre receitas e despesas primárias, outro fator determinando para aumentar a percepção de risco dos agentes foi a falta de transparência na divulgação dos dados apresentados pelo governo Dilma, que na percepção dos autores, dificultou o entendimento do verdadeiro tamanho do problema fiscal pelos agentes do mercado.

O risco Brasil começa a cair no início de 2016, mas a queda ocorre de forma mais expressiva durante o segundo semestre de 2016, quando já está concluída a transição do

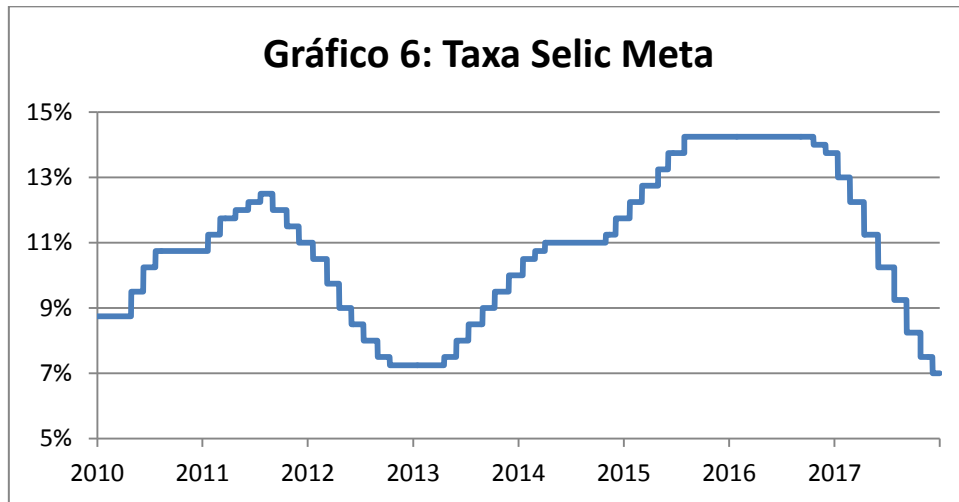
governo Dilma para a administração Temer e continua recuando ao longo de 2017, ainda que exista alguma volatilidade com eventuais subidas esporádicas neste período.

No campo monetário, a inflação entre 2011 e 2014 ficou muito mais perto do teto da meta (6,5%) do que propriamente do centro (4,5%). A partir de 2015, a mesma se acelerou significativamente, superando o patamar de 10% ao final de 2015 e mantendo-se ainda acima da meta durante todo o ano de 2016, conforme é possível visualizar no gráfico a seguir



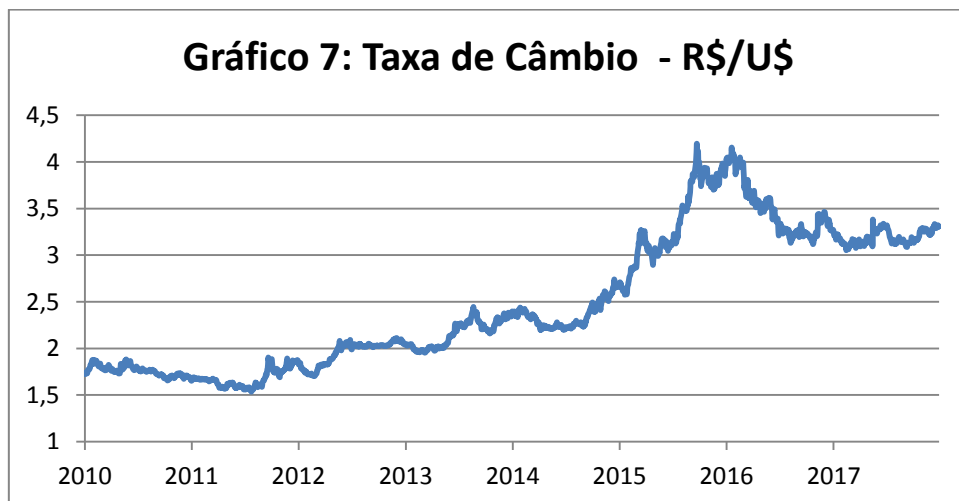
Fonte: IBGE

A resposta do Banco Central para tal cenário de inflação alta e ascendente, como esperado pelo arcabouço presente no regime de metas de inflação, ocorreu através da elevação da taxa de juros nominal de curto prazo, a taxa Selic, que chegou a 14,25% em 30/07/2015. Mesmo diante de altos juros nominais e reais, a inflação se manteve persistentemente elevada ao longo de 2016, recuando de maneira mais consistente a partir do final de 2016 em cenário de acentuada queda do nível de atividade.



Fonte: Banco Central

A significativa subida da taxa de juros a partir de 2013 para controlar a inflação ascendente, pelos mecanismos convencionais de transmissão da política monetária, deveria vir acompanhada de uma apreciação cambial. Porém, como ilustrado no gráfico a seguir, o que ocorreu foi justamente o contrário.



Fonte: Banco Central

A taxa de câmbio, que estava em torno de 2 no início de 2013, se deprecia, chegando a alcançar o patamar mais elevado de 4,19 no dia 24/09/2015. Tal desvalorização do câmbio acaba sendo um importante componente de pressão inflacionária. Somente após o processo de impeachment ganhar força, a partir de março de 2016, verifica-se uma apreciação da taxa de câmbio, que se estabiliza relativamente em um patamar entre de 3 e 3,5 até o final de 2017.



Portanto, o cenário em 2015 e 2016 era de significativa deterioração das variáveis fiscais, com a presença de déficits nominais e trajetória da dívida pública ascendente. A deterioração dos indicadores de confiança e perda do grau de investimento acabou se refletindo no risco país que subiu expressivamente ao longo desses dois anos. Aliado a isto, os juros nominais (na casa de dois dígitos) e a inflação efetiva também estavam em patamares elevados, ainda que o país estivesse mergulhado em uma profunda recessão. A reversão deste cenário começa a ocorrer em 2017: a inflação recua a ponto de fechar abaixo da meta de inflação; os juros nominais caem significativamente; o risco Brasil também diminui e a economia volta a crescer, ainda que a uma taxa pequena. É diante deste cenário que se dá o debate acerca da hipótese da dominância fiscal.

### **III.2 Interpretações recentes para o caso brasileiro**

A seção anterior mostrou que a economia brasileira viveu dois momentos divergentes nos últimos anos: um primeiro momento de aprofundamento da recessão, piora no quadro fiscal e alta inflação entre 2015 e 2016 e um segundo momento, de início da retomada de crescimento econômico com inflação baixa. A seguir, serão explicitadas duas interpretações sobre a hipótese de ter ocorrido dominância fiscal nestes dois períodos a partir da interpretação de dominância fiscal contida na teoria fiscal do nível de preços e no modelo de Blanchard. Adicionalmente, será exposta uma terceira visão dos autores que acreditam que não é possível dizer que a economia esteve diante de um quadro de dominância fiscal no período recente.

#### **III.2.1 Expectativas da trajetória fiscal**

O principal autor que introduz a hipótese do Brasil estar diante de dominância fiscal à luz da teoria fiscal do nível de preços foi André Lara Resende em seu artigo no jornal Valor Econômico em 13/01/2017 ao se questionar como é possível a partir do modelo convencional de condução da política monetária explicar um país com altíssimas taxas de juros nominais e reais mesmo diante de uma profunda recessão, como explicitado no trecho a seguir:

“As altíssimas taxas brasileiras ficaram ainda mais difíceis de serem explicadas diante da profunda recessão dos últimos dois anos. Como é possível que depois de dois anos seguidos de queda do PIB, de aumento do desemprego, que já passa de 12% da força de trabalho, a taxa de juro no Brasil continue tão alta, enquanto no mundo desenvolvido os juros estão excepcionalmente baixos? Há quase uma década, nos Estados Unidos e na Europa, e há três décadas no Japão, os juros estão muito próximos de zero, ou até mesmo negativos, mas no Brasil a taxa nominal é de dois dígitos e a taxa real continua acima de 7% ao ano.” (RESENDE, 2017, p.111-112 )

Resende (2017) inicia seu estudo acerca da eficácia da política monetária analisando os modelos macroeconômicos convencionais à luz da experiência internacional e da experiência brasileira nos anos recentes. A partir disso, o autor conclui que a adoção do *quantitative easing* pelos Bancos Centrais ao redor do mundo após a crise do subprime em 2008 deveria decretar, definitivamente, o abandono de qualquer modelo que considere a TQM e suas conclusões, no que nomeia como a “velha ortodoxia monetária”. Mesmo diante de uma brutal expansão monetária, os países desenvolvidos não presenciaram uma inflação elevada. Ao contrário, o medo pelo qual estas economias passaram foi justamente o da deflação. Nas palavras do autor:

“Todos os modelos macroeconômicos que adotam alguma versão da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) estão equivocados e devem ser definitivamente aposentados. Os bancos centrais aumentaram a oferta de moeda numa escala nunca vista. O Fed, por exemplo, aumentou as reservas bancárias de US\$ 50 bilhões para US\$ 3 trilhões, ou seja, multiplicou a base monetária por 60, num período inferior a dez anos. A inflação não explodiu, ao contrário, continuou excepcionalmente baixa. O mesmo aconteceu no Japão, na Inglaterra e nas economias da zona do euro. Diante do aumento, verdadeiramente extraordinário, da oferta de moeda, a inflação manteve-se excepcionalmente baixa e ainda menos volátil do que no passado.” (RESENDE, 2017, p. 114 )

Resende (2017) entende que mesmo a chamada “nova ortodoxia monetária” baseada no regime de metas inflacionárias e regras para a taxa de juros (como a Regra de Taylor) para condução da política monetária também deve ser questionada, por ter uma sustentação teórica muito frágil. Segundo o autor, em linhas gerais, a noção por trás desse regime é a de que os juros nominais devem ser aumentados (ou reduzidos) mais do que proporcionalmente ao movimento observado da inflação. Caso isto não ocorra, a inflação acabaria se tornando instável.

No entanto, a evidência empírica mostra que o movimento da inflação esperado no arcabouço do RMI pode não se verificar tanto quando os juros são baixos quanto quando são altos. A experiência internacional mostrou isto no limite inferior ao se ter simultaneamente taxas de juros muito próximas de seu limite inferior (zero) com inflação próxima a zero em países como Japão, Estados Unidos e na União Europeia. Mesmo diante da impossibilidade desses países praticarem juros negativos, a inflação continuou baixa e estável. Já o Brasil seria justamente o caso oposto, onde é possível presenciarmos altas taxas de juros com alta inflação. Segundo Resende (2017), no Brasil, a elevação dos juros não consegue arrefecer o processo inflacionário como esperado, pois a inflação é pouco sensível as taxas de juros.

Ainda que haja diversas tentativas de explicações para a baixa eficácia da política monetária no caso brasileiro, segundo o autor, nenhuma pode ser considerada como conclusiva. Resende (2017) faz uma metáfora ao comparar a situação da política monetária no Brasil com um paciente com doença crônica que recebe o mesmo remédio há décadas. As doses maciças do remédio além de não eliminarem a doença, que se mostra resistente, trazem efeitos colaterais ao paciente, enfraquecendo o mesmo a ponto de colocá-lo na UTI. Diante deste cenário, o autor entende não haver sentido continuar insistindo nas doses maciças. De maneira análoga, não parece haver sentido insistir na prática de juros altos no Brasil, tendo em vista a rigidez altista da inflação e os efeitos colaterais negativos do aumento de juros sobre o lado fiscal.

Diante da falta de eficácia dos mecanismos convencionais da política monetária sobre o nível de preços no Brasil, é preciso buscar novas respostas e é justamente o que o autor faz ao sugerir que o que pode estar determinando a inflação no Brasil é a política fiscal. De acordo com o arcabouço teórico da TFNP, caso os agentes entendam que os superávits futuros esperados não são suficientes para respeitar a restrição orçamentária intertemporal do governo, se estará diante de uma situação de dominância fiscal. Na visão do autor, parece ser isto justamente o que ocorreu em 2015 e 2016 no Brasil. O país já vinha de uma deterioração fiscal dos anos anteriores e, em 2015, o governo não só anunciou déficits nominais (ao invés de superávits), como ao longo do ano teve que rever suas projeções para baixo, isto é, anunciando déficits ainda maiores do que o projetado. Diante das claras dificuldades de se aprovarem no Congresso Nacional medidas que visassem cortes de gastos ou aumento de

receitas através da criação de novos impostos, as expectativas acerca da trajetória da política fiscal ficaram desancoradas. Em determinado momento, inclusive, os agentes de mercado sequer confiavam nos anúncios divulgados pelo governo, formulando assim suas próprias expectativas.

De toda a turbulência política e econômica presente no segundo governo Dilma, cabe destacar o momento que antecede a saída do, até então, ministro da Fazenda, Joaquim Levy. A possibilidade de que o ministro pedisse para sair do governo foi ganhando força nos veículos de comunicação e acabou se concretizando no dia 18/12/2015. A saída do ministro foi interpretada como um sinal de que o governo, a partir de então, teria um menor compromisso com a tentativa de se realizar um ajuste fiscal em andamento. Neste caso, ainda que, à princípio, o anúncio da saída do ministro, por si só, não seja capaz de afetar os resultados fiscais, a expectativa de maior leniência na política fiscal faz deteriorar e desancorar ainda mais as expectativas dos agentes acerca da política fiscal do governo.

A presença de déficits nominais e uma relação dívida/PIB em trajetória explosiva contribuíram para deterioração das expectativas dos agentes, levando a um quadro de dominância fiscal. A presença de alta inflação mesmo diante de um cenário de juros nominais e reais elevados é possível ser entendida, a partir da ideia de que não é mais a política monetária que está determinando a inflação, mas sim a política fiscal.

Para concluir a interpretação do período recente da economia brasileira à luz da teoria fiscal do nível de preços, é preciso explicar ainda qual o motivo da inflexão da economia verificada em 2017. Segundo Resende, em entrevista à jornalista Miriam Leitão na Globo News no dia 22/06/2017, a queda de inflação ao longo de 2017 não foi resultado da política de juros do Banco Central. Se fosse devido a isto, a inflação já deveria ter recuado muito antes, pois o país já estava há praticamente três anos em recessão, com taxa de desemprego em torno de 14% e grande colapso no investimento. Desta forma, segundo o autor, o que determinou a queda da inflação foi a mudança do governo e a subsequente aprovação da PEC do teto dos gastos, emenda constitucional que congela as despesas do Governo Federal, com valores corrigidos pela inflação, por até 20 anos.

Portanto, para Resende, estabelecer uma conexão direta entre juros e inflação é altamente questionável tendo em vista a experiência internacional e a experiência brasileira nos últimos anos. Na sua visão, alinhado à TFNP, a causa última da inflação não é monetária e sim fiscal, sendo a inflação diretamente afetada pela percepção dos agentes em relação a viabilidade fiscal do país a longo prazo. A sinalização de um novo governo mais comprometido com um ajuste fiscal e reformas estruturais na economia brasileira e a aprovação da PEC do teto dos gastos modificaram as expectativas, permitindo assim a reversão do quadro inflacionário. Resende conclui sua análise reforçando que seu intuito em introduzir a discussão acerca da política fiscal determinando o nível de preços é permitir uma reflexão profunda sobre os caminhos da política monetária. Somente a partir dessa reflexão, será possível não incorrer nos mesmos erros do passado, já tão custosos ao país. Nas palavras do autor:

“Exigir que a política monetária faça, mais do que circunstancialmente, o trabalho de controle da inflação, cuja estabilidade depende, em última instância, do equilíbrio fiscal de longo prazo, pode ser contraproducente. Sem equilíbrio fiscal não há saída. (..) vale a pena acompanhar, sem ideias preconcebidas, a discussão na fronteira da teoria macroeconômica. O custo do conservadorismo intelectual nas questões monetárias, durante as quatro décadas de inflação crônica do século passado, já foi alto demais.” (RESENDE, 2017, p. 120)

### **III.2.2 Risco país e a pressão cambial**

Uma segunda interpretação da hipótese de o Brasil ter estado sob dominância fiscal foi feita por alguns economistas tendo como base analítica o modelo referencial de Oliver Blanchard (2004). Dentre estes autores, destaca-se Monica de Bolle, que já em 2015, em artigo publicado pelo Peterson Institute for International Economics disse não ter dúvidas que o Brasil estava diante de um quadro de dominância fiscal.

De Bolle (2015) inicia sua análise reforçando o entendimento do delicado quadro fiscal que o país atravessava: em agosto de 2015 (mês anterior à publicação de seu artigo), o déficit nominal em relação ao PIB, no acumulado em 12 meses, já alcançava o patamar de 9,2% do PIB (que acabaria chegando a 10,2% no final de 2015). A dívida pública em relação ao PIB já estava em 65,2% do PIB e a perspectiva é que viesse a superar 80% nos anos

seguintes. Aliado a isto, as principais agências de classificação de risco internacional rebaixam o grau de investimento do Brasil, classificando-o como especulativo.

Diante de qualquer medida concreta que pudesse interromper este processo contínuo de deterioração fiscal, os investidores passam a cobrar prêmios de risco mais elevados para investir no país, o que leva à redução do fluxo de capitais e consequente desvalorização da taxa de câmbio. Na sua visão, parece justamente isto o que ocorreu no Brasil a partir de 2014, quando o risco Brasil aumenta significativamente ao longo de 2015, chegando a superar o patamar de 500 pontos base e a taxa de câmbio (R\$/U\$), que estava em torno de 2 no início de 2013, se deprecia, chegando a alcançar o patamar mais elevado de 4,19 no dia 24/09/2015. Barbosa Filho (2017) destaca que ainda que o risco país em 2015 também tenha subida na média dos emergentes, a magnitude da elevação que se verificou no Brasil foi significativamente superior e que este descasamento seria a consequência do que chama de “crise de sustentabilidade da dívida”.

Tendo este cenário como base, De Bolle (2015) entende que uma política monetária restritiva de aumento de juros como a realizada seguidamente a partir de 2014 pelo Banco Central não obtém os resultados desejados de reduzir a inflação na magnitude esperada, pois, na medida que contribui para agravar o problema fiscal através do maior pagamento de juros nominal, aumenta a percepção de risco, o que contribui para pressionar a taxa de câmbio e os juros futuros para cima e, por consequência, a inflação. Nas palavras da autora:

“Se o BC elevar os juros para controlar a inflação, ele aumenta os pagamentos de juros da dívida e o déficit nominal, prejudicando ainda mais a situação das contas públicas. Essa bola de neve aumenta a percepção de risco e pressiona os mercados de títulos e de câmbio. Sob dominância fiscal, o BC perde o instrumento básico do regime de metas” (DE BOLLE, Valor Econômico, 01/10/2015)

Como exposto no modelo de Blanchard (2004), o aumento dos juros só resulta em aumento posterior da inflação, caso a pressão da desvalorização do câmbio sobre a inflação mais do que compense o efeito recessivo dos juros sobre a demanda. Desta forma, a ausência de um ajuste fiscal que mitigasse a percepção de risco dos investidores acabou levando a economia brasileira durante 2015 e 2016 a um círculo vicioso de prêmio de risco, taxa de

câmbio, juros e inflação mais elevados mesmo diante de um cenário de profunda queda no nível de atividade, como sugere De Bolle (2015) na passagem a seguir:

“Put differently, when monetary policy collides with unhinged fiscal policies, a sharp devaluation of the currency results, raising concerns over credit risk. Currency weakening could more than offset the deflationary effects of the recession, leaving the country in the worst possible equilibrium: a deep slump with high inflation. Brazil's GDP contracted.” (DE BOLLE, 2015)

Diante da falta de eficácia na utilização da taxa de juros nominal de curto prazo (o principal instrumento da política monetária sob o regime de metas) para combater a inflação, De Bolle (2015) sugere que se deve abandonar provisoriamente o regime de metas em favor de uma banda cambial variável, com desvalorização mensal embutida. Ainda que a autora pondere que tal regime não seja sustentável por um longo período de tempo, o objetivo com a adoção do mesmo seria encontrar uma âncora nominal para a inflação diante do quadro de dominância fiscal. Isto daria ao governo tempo para conseguir resolver a questão fiscal e permitir que esta última não seja um empecilho para o bom funcionamento do regime de metas, como explicitado na passagem abaixo:

“In the presence of fiscal dominance the inflation-targeting regime should be temporarily abandoned in favor of reinstating a crawling exchange rate band. The crawling band would serve the temporary role of a nominal anchor when monetary policy becomes ineffective in combating inflation, as is the case under fiscal dominance. With the country's ample reserves, this approach might buy the government enough time to formulate an adequate fiscal plan, one that addresses and eliminates fiscal dominance within the next two years.” (DE BOLLE, 2015)

Ainda que não se tenha adotado o regime proposto por De Bolle, Barbosa Filho (2017) sugere que a redução do risco país começa a ocorrer quando o novo governo do presidente Michel Temer passa a dar demonstrações de solução para a crise de sustentabilidade da dívida pública, citando como exemplos destas demonstrações a aprovação da PEC do teto dos gastos e o envio da reforma da previdência ao Congresso Nacional. Com a redução do risco país, o que se verifica é uma apreciação da taxa de câmbio, que fica relativamente estabilizada entre 3 e 3,5. Com a melhora da percepção de risco e com uma menor pressão inflacionária da taxa de câmbio, os mecanismos convencionais de transmissão da política monetária podem ocorrer naturalmente e o que se observa é uma queda muito significativa da inflação ao longo de 2017, a ponto de a mesma fechar o ano abaixo da meta de inflação.

Portanto, a hipótese de dominância fiscal presente nesta abordagem está diretamente ligada ao aumento dos juros elevarem mais do que proporcionalmente o risco de *default* percebido pelos agentes. É justamente este aumento na percepção de risco que, ao tornar menos atrativa a entrada de capital estrangeiro, deprecia o real e acaba levando a mais inflação. Se a relação de causalidade parte dos juros para o câmbio, e não o contrário, se está diante do quadro de dominância fiscal e o regime de metas inflacionárias não conseguirá ser bem sucedido em sua missão de conseguir uma inflação perto da meta.

### **III.2.3 Expectativas de inflação e o problema da credibilidade**

Contrapondo-se às visões anteriores de que a economia brasileira esteve diante de um cenário de dominância fiscal, muitos autores entenderam que é possível explicar toda a trajetória recente da inflação utilizando-se somente o arcabouço presente no regime de metas. Nesta linha, encaixa-se a interpretação feita por Alexandre Schwartzman, que está diretamente ligada à capacidade do Banco Central de ancorar as expectativas de inflação.

Segundo o autor, o governo Dilma cometeu uma série de erros no que tange à política fiscal e à política monetária. Na área fiscal, segundo o autor, não houve nenhum traço de austeridade fiscal de 2012 a 2016 com base nas projeções realizadas pelo Instituto Fiscal Independente, que usa os indicadores fiscais convencionais, porém fazendo duas alterações importantes: a primeira é “limpar” as receitas e despesas não recorrentes. Nestes termos, receitas excepcionais como repatriação ou concessões não são consideradas. Além disso, considera-se as perdas de receitas (arrecadação) decorrentes da recessão. Assim, é possível ver o resultado estrutural das contas públicas, que mostram que, de 2012 a 2016, houve contínua expansão fiscal, equivalente a 0,9% do PIB em média. Para Schwartzman, esta expansão fiscal desenfreada acabou tendo como consequência direta uma elevação do juro real da economia, que tem consequências deletérias para o investimento e por consequência, para o nível de atividade.

No campo monetário, Schwartzman faz várias críticas à condução do Banco Central (BC) na gestão do ex-presidente Alexandre Tombini, que esteve à frente do BC de 2011 a 2016. Segundo o autor, na gestão Tombini, o teto da inflação acabou virando a meta,



sugerindo que a autoridade monetária apresentou certa leniência na condução da política monetária. Em vários momentos, faltou realizar uma política monetária mais restritiva que pudesse realmente colocar a taxa de inflação corrente mais perto da meta. Nas palavras do autor:

“O histórico da diretoria anterior do Banco Central era lastimável. Alexandre Tombini não atingiu a meta em nenhum ano de sua administração, registrando inflação média superior a 7% ao ano em seu mandato no BC. Não apenas deu mostras de que em nenhum momento buscou a meta de 4,5%, contentando-se com o limite do intervalo de tolerância, como tipicamente reagiu lentamente à aceleração inflacionária. SCHWARTZMAN, Folha de São Paulo, 18/01/2017

Um caso emblemático segundo o autor que representa muito da gestão Tombini foi a redução “na marra” da Selic em 2012 ao patamar de 7,5%. Mesmo diante de um cenário de aumento na expectativa de inflação, o Banco Central reduziu os juros, indo-se na direção oposta ao esperado. Para Schwartzman, este caso e outros como este sugeriram cada vez mais a ingerência do executivo nas decisões do Comitê de Política Monetária (COPOM). A partir dessa percepção, as atas do Banco Central e os comunicados da diretoria causavam desconfiança devido à perda de credibilidade da autoridade monetária, o que contribuiu diretamente para desancorar as expectativas de inflação, como explicitado pelo autor na passagem a seguir:

“Sua condução desastrosa da política monetária contribuiu assim para desancorar as expectativas de inflação, assim como para fazer com que a inflação passada ganhasse maior peso na formação das expectativas. Esses dois desenvolvimentos aumentaram a inércia inflacionária e, por consequência, o custo da desinflação.” SCHWARTZMAN, Folha de São Paulo, 18/01/2017

Deste modo, Schwartzman acredita que mesmo no período entre 2015 e 2016 não se tratou em momento algum de um cenário de dominância fiscal, mas sim de expectativas de inflação completamente desancoradas e falta de credibilidade e transparência, componentes essenciais para o funcionamento mais eficiente do RMI. Mesmo com o hiato do produto bem negativo em função da recessão, a expectativas de inflação longe da meta obrigou o Banco Central a continuar com uma política de alta de juros ainda que o país atravessasse profunda recessão.

Segundo o autor, olhando em retrospectiva, isto fica claro quando houve a mudança de governo e a conseqüente alteração na direção do Banco Central, com Ilan Goldfajn assumindo a presidência da autoridade monetária. Mesmo diante de uma redução na inflação acumulada em 12 meses, a nova direção do Banco Central, não reduziu a Selic do patamar de 14,25% até que a inflação esperada para os anos de 2018 e 2019 estivesse perto da meta de 4,5%. Schwartzman entende que apesar das críticas recebidas, a política monetária mais contracionista naquele momento foi fundamental para ancorar as expectativas e aí sim começar a reduzir os juros nominais, como explícito nas passagens a seguir:

“A queda das expectativas de inflação não resultou de palavreado, mas de perspectivas de uma política monetária mais apertada do que originalmente se imaginava. Adicionalmente o Banco Central estabeleceu condições para que possa iniciar a redução da taxa de juros. (...) Trata-se, ao final das contas, de postura diametralmente oposta à adotada pela antiga diretoria e, portanto, seria razoável esperar também resultados diametralmente opostos àquele atingidos nos últimos anos.” SCHWARTZMAN, Folha de São Paulo, 17/08/2016

“Isso sugere que o BC recuperou a capacidade de ancorar as expectativas, que havia sido perdida –depois de duramente conquistada– pela gestão anterior.” SCHWARTZMAN, Folha de São Paulo, 25/01/2017

Para o autor, ainda que o país não estivesse diante de dominância fiscal, a mudança de direção na política fiscal do novo governo com a aprovação da PEC dos gastos e o envio da reforma da previdência ao Congresso possibilitou uma queda da taxa de juros real, fenômeno este que estaria na essência da recuperação econômica de 2017 a partir de uma maior demanda doméstica.

Schwartzman conclui então que os mecanismos convencionais da política monetária seguem funcionando normalmente. Ainda que haja claros desequilíbrios fiscais na economia brasileira, que precisam urgentemente ser equacionados, não se pode concluir a partir disso que o país esteja vivenciando um quadro de dominância fiscal ou que haja uma inversão da relação tradicional entre juros e inflação. Nas palavras do autor:

“Os fatos, sempre eles, porém, trataram de enterrar a elegante teoria sob toneladas de dados. Com isso não se pretende minimizar a gravidade do problema fiscal nem negar que a dominância fiscal possa se materializar caso o problema não seja devidamente tratado. Mas resta hoje pouca dúvida de que a tese se mostrou equivocada. Melhor sorte na próxima vez.” (SCHWARTZMAN, Folha de São Paulo, 25/01/2017)

## CONCLUSÃO

A primeira parte deste trabalho mostra a evolução do debate ortodoxo com foco na política monetária que culmina no arcabouço do regime de metas de inflação (RMI). Para o bom funcionamento do RMI, a ausência de dominância fiscal se configura como condição fundamental.

Apesar disso, como explicitado na revisão bibliográfica do segundo capítulo, desequilíbrios fiscais podem afetar a condução da política monetária, prejudicando a capacidade da autoridade monetária em controlar a inflação ainda que o mecanismo sob o qual isto ocorra seja diferente de acordo com a abordagem selecionada.

Segundo interpretação de Gonçalves (2015) a partir do trabalho de Loyo (1997), é possível classificar as abordagens variantes em dois grandes grupos: no primeiro, a dominância fiscal ocorre, porque o Banco Central, de alguma maneira, se preocupa com as consequências de um aperto monetário sobre a dinâmica da dívida pública e decide adotar uma política monetária mais frouxa daquela que deveria praticar para controlar as pressões inflacionárias. Ao praticar uma política monetária mais fraca da que gostaria, o resultado acaba sendo uma inflação maior. Este primeiro conceito de dominância fiscal, seria o que mais se aproxima do exposto por Sargent e Wallace (1981), onde a autoridade monetária acomoda o déficit fiscal.

Em um segundo grupo, a inflação acaba sendo maior do que a que deveria ser na ausência de dominância fiscal, não porque o Banco Central abdica de subir os juros no patamar necessário para controlar a inflação, mas justamente pelo contrário: ao decidir fazer uma política monetária mais restritiva, por algum tipo de mecanismo, a inflação acaba subindo ao invés de cair, como esperado através dos mecanismos convencionais.

No caso da TFNP, o ajustamento ocorre para respeitar a restrição orçamentária intertemporal do governo. De um lado, para dada política fiscal, o aumento dos juros representa um aumento do passivo nominal do governo. Considerando-se que as expectativas dos superávits primários futuros estão inalteradas, o aumento no passivo terá que ser compensado com uma elevação do nível de preços. De outro, ainda que não haja alterações na

taxa de juros, a mera crença por parte dos agentes que os superávits futuros esperados do governo não são suficientes para honrar seu passivo nominal atual já é suficiente para aumentar a inflação, e é justamente este processo de ajustamento através do nível de preços que deprecia o valor real do passivo do governo até o ponto que iguale os superávits futuros esperados.

Já no modelo de Blanchard, o mecanismo se dá através da percepção de risco e da taxa de câmbio. O aumento dos juros na medida em que contribui para deteriorar o quadro fiscal, pode fazer os investidores cobrarem prêmios de risco mais elevados para investir no país, o que leva a redução do fluxo de capitais e conseqüente, desvalorização da taxa de câmbio, que pressiona a inflação. A questão central para determinar qual será a direção da inflação será saber se a magnitude da pressão da taxa de câmbio sobre a inflação compensará o efeito recessivo do aumento dos juros sobre a demanda.

Com base neste referencial teórico, buscou-se avaliar o debate recente sobre a hipótese de dominância fiscal no Brasil nos anos recentes. Em Resende (2017), a hipótese da dominância fiscal no Brasil à luz da TFNP está baseada diretamente na expectativa dos agentes acerca da política fiscal. A deterioração das expectativas fiscais permitiu que fosse possível ter uma inflação persistentemente elevada mesmo diante de juros altos e profunda recessão. A reversão do quadro inflacionário só ocorre quando se revertem as expectativas acerca da trajetória da política fiscal, pois de acordo com a TFNP, a causa última da inflação não é monetária e sim fiscal, sendo a inflação diretamente afetada pela percepção dos agentes em relação à viabilidade fiscal do país a longo prazo.

Em De Bolle (2015), à luz do modelo de Blanchard, mostrou-se a interpretação que a deterioração fiscal da economia brasileira levou a uma expressiva subida do risco país, que pressionou a taxa de câmbio para cima, aumentando a inflação. A reversão só ocorre quando através de medidas como a PEC dos gastos a percepção de risco dos agentes diminui e o mecanismo convencional dos juros sobre a demanda volta a ter maior efeito do que a pressão cambial.

Por fim, explicitou-se, através de Schwartzman, a visão de que a hipótese de dominância fiscal não se confirmou. Nesta abordagem, o que possibilitou a existência de alta

inflação mesmo diante da profunda recessão foram expectativas de inflação completamente desancoradas em função da falta de credibilidade e transparência do Banco Central e a reversão da inflação passa a ocorrer justamente quando a nova direção do BC é capaz de ancorar as expectativas. Ainda assim, a deterioração fiscal nesta abordagem tem efeitos deletérios ao aumentar a taxa de juros real da economia.

Portanto, independente da abordagem escolhida, a solvência fiscal de longo prazo parece ser condição fundamental para o crescimento sustentável. Em tempos em que se discute exaustivamente os caminhos da política monetária no Brasil, resolver a questão fiscal parece ser um bom ponto de partida para se chegar a uma política monetária mais eficaz e com menor custo social.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARBOSA FILHO, Fernando de Holanda. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, p. 51-60, 2017.

BANCO CENTRAL. Séries Temporais. Acesso em abril de 2018.

BLANCHARD, Olivier. **Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil**. National Bureau of Economic Research, 2004.

DE BOLLE, Monica. Brazil needs to abandon inflation targeting and yield to fiscal dominance. **Peterson Institute for International Economics**, <https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/brazil-needs-abandon-inflation-targeting-and-yield-fiscal>, 2015.

DE BOLLE, Monica. De Bolle: sob dominância fiscal, Brasil deveria deixar regime de metas. [01 de outubro, 2015]. **Jornal Valor Econômico**. Entrevista concedida a Sergio Lamucci. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4252122/de-bolle-sob-dominancia-fiscal-brasil-deveria-deixar-regime-de-metas>>. Acesso em: 07 abril. 2018.

CARVALHO, Fernando et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Elsevier Brasil, 2017.

FISHER, Irving. **Purchasing power of money: Its determination and relation to credit interest and crises**, Rev. AM Kelley, New York, 1922.

FRIEDMAN, Milton (Ed.). **Studies in the quantity theory of money**. University of Chicago Press, 1956.

FRIEDMAN, Milton. The role of monetary policy. In: **Essential Readings in Economics**. Palgrave, London, 1995. p. 215-231.

FROYEN, Richard. Macroeconomia. 2ª edição. **São Paulo: Saraiva**, 2013.

FURTADO, Mauricio Busnello. **Metas para a Inflação sob Dominância Fiscal: Possíveis Implicações para o Caso Brasileiro**. 2017. Dissertação de Mestrado. PUC-Rio.

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

IFI - INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE. Projeções para a dívida após revisão dos parâmetros macroeconômicos. 2017.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Atlas, 1982.

LOPES, Luiz Martins; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. Manual de Macroeconomia: básico e intermediário. 3ª edição. **São Paulo: Ed. Atlas**, 2008.

LOYO, Eduardo. **Going international with the fiscal theory of the price level**. mimeo, 1997.

MISHKIN, Frederic S. Inflation targeting in emerging-market countries. **American Economic Review**, v. 90, n. 2, p. 105-109, 2000.

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

ROCHA, Fabiana; SILVA, Elisa Paschoalotto da. Teoria fiscal do nível de preços: um teste para a economia brasileira no período 1966-2000. 2004

PESCATORI, Andrea; SANDRI, Damiano; SIMON, John. **Debt and growth: is there a magic threshold?**. International Monetary Fund, 2014.

SARGENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. **Some unpleasant monetarist arithmetic**. Federal reserve bank of minneapolis quarterly review, 5(3):1–17, 1981.

SOUZA JÚNIOR, José Ronaldo de Castro et al. Simulações da trajetória da dívida bruta do governo geral (2017 a 2037). 2017.

SCHWARTSMAN, Alexandre; 2017. Sem medidas decididas, BC só terá êxito temporário no combate à inflação. **Folha de São Paulo**, 17 agost. 2016.

SCHWARTSMAN, Alexandre; 2017. É mais dolorosa arrumar a casa quando o BC descuida da inflação, **Folha de São Paulo**, 18 jan. 2017.

SCHWARTSMAN, Alexandre; 2017. BC recuperou capacidade de ancorar as expectativas de inflação. **Folha de São Paulo**, 25 jan. 2017.

WICKSELL, Knut. **Lições de economia política**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

WOODFORD, Michael. Price-level determinacy without control of a monetary aggregate. In: **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**. North-Holland, 1995. p. 1-46.

WOODFORD, Michael. **Fiscal requirements for price stability**. National Bureau of Economic Research, 2001.