

DOMINÂNCIA FISCAL E POLÍTICA MONETÁRIA PASSIVA: UMA ANÁLISE DA ECONOMIA BRASILEIRA

Karina de Oliveira Almeida (IC) e Leonardo Fernando Cruz Basso (Orientador)

Apoio: PIBIC Mackenzie

RESUMO

O propósito deste estudo é verificar a hipótese de dominância fiscal na economia brasileira utilizando-se de dados do período entre 2008 e 2017. A análise realizada permite um melhor entendimento da política fiscal, decorrente do quadro de dívida pública, e sua implicação na atuação da política monetária. Para tanto, investiga-se a hipótese de dominância fiscal por meio da metodologia de Vetores Autorregressivos (VAR) que testa as variáveis do modelo simetricamente de modo a identificar uma interrelação entre elas. Posteriormente, é realizado o Teste de Causalidade de Granger que testa a relação de causalidade entre as variáveis do modelo. Os resultados sugerem que a economia brasileira não se encontra sob o regime de dominância fiscal. O modelo proposto indicou que a dívida pública não possui influência na trajetória das demais variáveis utilizadas, sendo elas a taxa de juros Selic, a taxa de câmbio e as expectativas de inflação. Ademais, no sentido de Granger, a dívida pública não causa a taxa de juros Selic, que é o principal instrumento de política monetária.

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

ABSTRACT

The aim of this study is to verify the hypothesis of fiscal dominance in the Brazilian economy in the period between 2008 and 2017. This analysis allows a better understanding of the current fiscal policy, due to the government budget deficit, and its implications on monetary policy. Therefore, we investigate the fiscal dominance hypothesis by the Vector Autorregression Model (VAR), which tests the variables symmetrically to identify an interrelation among them. Posteriorly, we utilize the Granger Causality that determines whether one variable is useful in forecasting another and the causality relation among them. The results have shown Brazil is not under fiscal dominance. The proposed model indicates the budget deficit has no influence on other variables, for instance the interest rate (Selic), exchange rate and inflation expectations. In addition, Granger Causality does not find empirical causality between the budget deficit and the interest rate Selic, which is the main instrument of monetary policy.

Keywords: Fiscal Dominance, Monetary Policy, Fiscal Policy.

1. INTRODUÇÃO

A dominância fiscal é entendida como um fenômeno decorrente do aumento da dívida pública, particularmente gerado quando o Estado não consegue auferir receita para financiar suas despesas, e da imposição que ele tem sobre a política monetária, de modo a neutralizá-la no controle da inflação. Essa imposição decorre do fato que o Banco Central remunera a liquidez do sistema bancário a uma taxa menor que a necessária para controlar a inflação, pois o aumento do juro provocaria aumento do serviço da dívida. Em uma situação de dominância fiscal, a política monetária do banco central é direcionada para o financiamento da dívida pública e não para o controle da inflação ao centro da meta, como é determinado pelo Copom.

Com isso, este estudo se propôs a entender a seguinte questão: a economia brasileira encontra-se sob dominância fiscal? Quais variáveis explicam esse quadro econômico?

O presente estudo buscou analisar se a economia brasileira está sob dominância fiscal. Para tanto, foi analisado o grau de endividamento da economia brasileira e a eficiência da política monetária no controle da inflação e se existe uma relação entre o aumento da relação dívida pública e produto interno bruto com o aumento da inflação, ou seja, se as variáveis da política fiscal estão se direcionando de forma a forçar a adaptação dos instrumentos da política monetária.

Para alcançar o objetivo anteriormente estabelecido, foram estabelecidos os objetivos norteadores, a seguir: 1) avaliar a situação das contas públicas nacionais no período 2000-2017; 2) analisar a política monetária adotada pelo Copom e seu grau de efetividade no controle da inflação no mesmo período; 3) identificar se há relação entre a situação das contas públicas nacionais e a eficiência da política monetária.

Para corroborar a hipótese de dominância fiscal, serão utilizados os modelos econométricos de vetores auto-regressivos que testa as variáveis de forma simétrica e o Teste de Causalidade de Granger para detectar a direção da causalidade entre a dívida pública como proporção do PIB e a taxa Selic.

O trabalho foi, então, distribuído da seguinte forma: após a introdução, há o desenvolvimento do argumento, onde foram abordados a teoria de dominância fiscal, a metodologia utilizada para corroborar a hipótese previamente estabelecida e a análise dos resultados obtidos pelos testes econométricos. Por fim, trabalho finaliza com as considerações finais e as sugestões para prosseguimento.

2. DESENVOLVIMENTO DO ARGUMENTO

O quadro econômico de dominância fiscal ocorre, segundo o modelo elaborado por Olivier Blanchard (2004), quando a política fiscal domina a política monetária contracionista ao implicar em déficits públicos, o que leva a um risco de default da dívida e esteriliza o controle da política monetária sobre a inflação. Em uma economia sob o regime de metas de inflação, como é o caso do Brasil, a política monetária contracionista pode acelerar o processo inflacionário, uma vez que dada a ocorrência de uma alta relação entre dívida pública como proporção do PIB, a alta taxa de juros aumenta o risco de default, pois aumenta o estoque da dívida. O resultado desse fenômeno seria uma fuga de capitais do país e depreciação do câmbio, provocando pressão inflacionária.

Em conformidade com Fratianni e Spinelli (2001), a dominância fiscal ocorre quando o governo aumenta o nível de gastos sem obter o mesmo montante em arrecadação, pois isso afeta o fluxo corrente e futuro da base monetária e, portanto, o estoque de moeda e a taxa de inflação ao submeter o banco central à prática de senhoriagem para o financiamento do déficit orçamentário. Para os autores, se o crescimento da oferta de moeda e a taxa de inflação estão positivamente correlacionados, então o aumento da oferta de moeda e déficit também devem ser positivamente correlacionados na falta de monetização da dívida por meio do banco central.

O default da dívida está associado às perdas da produção, visto que essas perdas reduzem a quantidade de imposto recolhido e, conseqüentemente, os recursos para pagamentos. Taxas de juros muito altas implicam em riscos mais altos de default, obtendo como efeito a redução da quantidade de recursos esperados devido a uma expectativa mais alta de custos derivados de uma grande probabilidade de default (GONÇALVES; GUIMARÃES, 2011).

Segundo o modelo de Kumhof, Nunes e Yakadina (2010), as razões para a dominância fiscal incluem uma base fiscal fraca, em que o sistema de recolhimento de impostos não é avançado, os sistemas bancários são fracos e gastos governamentais são excessivos. Sob estas condições, se o governo possui dívida em moeda local, as questões fiscais são resolvidas por meio de uma taxa alta de inflação, que corrói o valor real do passivo do governo, ao invés de serem revolidas por meio de recolhimento de impostos. Com isso, se a economia está sob dominância fiscal, a autoridade monetária seria a única entidade capaz de estabilizar os preços e prover solvência fiscal.

Sargent e Wallace (1981) propuseram um modelo em que afirmam que o controle da autoridade monetária sobre a inflação é limitado, apesar da coordenação da base monetária e do nível de preços. Segundo os autores, o alinhamento entre as políticas fiscal e monetária

permite que a autoridade monetária consiga controlar a inflação. No caso da dominância fiscal, a autoridade fiscal atua independentemente de seu orçamento e a receita deve provir de senhoriagem e venda de títulos públicos no mercado. A autoridade monetária torna-se passiva, pois perde o controle da inflação e precisa emitir receitas de senhoriagem que garantam a solvência do governo, entretanto, como o financiamento dos títulos por meio da senhoriagem ampliam a base monetária, o resultado é déficit público e aceleração do processo inflacionário.

Um meio utilizado para obter a estabilidade de preços é o regime de metas de inflação, que utiliza a taxa de juros como principal instrumento para garantir uma taxa de inflação pré-estabelecida. Entretanto, há períodos em que altas taxas de juros coexistem com altas taxas de inflação e por isso a condução do regime de metas pode estar associada ao equilíbrio fiscal das contas públicas (SOUZA; DIAS, 2015). Uma economia que está sob o regime de metas de inflação não pode se comprometer com nenhuma âncora nominal, ou seja, a autoridade monetária deve estar livre de qualquer influência de variáveis fiscais, o que torna a ausência de dominância fiscal um dos requisitos para o funcionamento desse regime (SALTO; ALMEIDA, 2016).

As taxas de juros elevadas usadas pelo Banco Central como instrumento de controle à inflação no patamar pré-estabelecido pelo Copom contribuem para um aumento maior do pagamento da dívida, podendo ser superior ao superávit primário, elevando, assim, o déficit nominal. Para mitigar esse déficit, o montante de receita deve ser levantado por meio de senhoriagem ou títulos públicos. A demanda por títulos financia o hiato entre a receita necessária para cobrir o déficit e o recurso proveniente da venda de títulos expandindo a base monetária, ou seja, aumentando a oferta monetária e gerando pressão inflacionária (SOUZA; DIAS, 2015).

Se a política fiscal for financiada exclusivamente pela emissão de títulos públicos, a elevação dos encargos com juros e o limite da demanda por títulos públicos cria a necessidade da expansão futura da base monetária para fazer frente ao financiamento da autoridade fiscal. Esse processo gera pressão inflacionária e por isso a política monetária perde a capacidade de controlar o nível de preços (MARQUES JUNIOR, 2010). Para Blommenstein e Turner (2011), o aumento no déficit público gera efeitos mais duradouros no tamanho e na composição dos balanços do setor privado. Com isso, a volatilidade da taxa de juros futura fica dependente da dinâmica do mercado, pois bancos possuem uma alta posição nos títulos públicos.

Turner (2011) aborda a crise nos países em desenvolvimento decorrentes do aumento da dívida pública. Para o autor, os governos desses países não podiam financiar o déficit por meio de títulos e vendê-los ao setor privado doméstico não-bancário, restando como opção empréstimo do sistema bancário ou do exterior. Como a limitação de empréstimos fez a

acomodação monetária dos déficits fiscais quase inevitável, a interação da expansão creditícia com as desvalorizações cambiais reforçou a dominância fiscal.

Uma dívida pública em nível alarmante implicará não apenas na política monetária, como também na política fiscal e nas políticas de estabilidade financeira. Os efeitos fiscais diretos advindos das mudanças no déficit orçamentário possuem um impacto temporário na demanda agregada, entretanto, os efeitos financeiros e monetários advindos desse déficit são permanentes (TURNER, 2011).

Se houver um choque de oferta na política monetária, o efeito será maior sobre a dívida pública, sobre a demanda agregada e sobre o déficit, mas será menor sobre a inflação e sobre a taxa de juros. Nesse caso, quanto menor a indexação da dívida pública na taxa de juros, menor é a duração do ciclo econômico e, portanto, será necessário menos tempo para as variáveis estarem em equilíbrio (PIRES, 2008).

De acordo com Woodford (2001), um banco central comprometido com a estabilidade dos preços não pode ser indiferente ao modo como a política fiscal é conduzida. O comprometimento do banco central com a política monetária é insuficiente para garantir uma taxa baixa e estável de inflação, seguindo a regra de Taylor, e a combinação dessa regra com alguns meios de condução da política fiscal pode resultar em uma espiral inflacionária. Esse fenômeno também seria característico de um quadro de dominância fiscal, em que os objetivos da política do banco central ficam subordinados ao objetivo de financiar as despesas governamentais, ou seja, a dominância fiscal não envolve nenhuma atribuição direta de senhoriação para o banco central, mas pressiona o banco central para que este use a política monetária para manter o valor de mercado da dívida pública.

Pela utilização do regime de metas de inflação, o principal instrumento da política monetária na economia brasileira é a taxa de juros Selic que possui a função de estabilizar os preços e remunerar uma parcela da dívida pública. Em uma economia sob o regime de metas de inflação, o patamar da taxa de juros é elevado devido à preocupação da autoridade monetária em manter a taxa de inflação dentro da meta proposta, entretanto a taxa de juros real elevada aumenta o estoque da dívida pública (SCHOTI; DUPITA, 2007).

Quando a política monetária está demasiadamente contracionista, a taxa de câmbio tende a se depreciar, o que contraria a lógica de que juros altos apreciaria o câmbio, que, por sua vez, declinaria a inflação. Assim, grandes quedas da taxa Selic levariam a grandes quedas da moeda nacional e para pequenas variações de juros, apertos maiores da política monetária não apreciaria o câmbio e não controlaria a inflação (GONÇALVES; GUIMARÃES, 2011).

O crescimento da dívida pública brasileira em 2002 esteve relacionado à desvalorização da taxa de câmbio devido às eleições presidenciais do período. A consequência foi o aumento da taxa de juros e, por conseguinte, o aumento da dívida pública. Após 2003, houve mudança

na forma de indexação da dívida e os títulos deixaram de ser indexados à Selic e passaram a ser indexados à taxa de inflação (NUNES, 2009).

O grau de endividamento pode obstruir a política monetária de duas formas: falta de credibilidade e relação à solvência da dívida e elevado endividamento externo privado. No Brasil, o prêmio de risco somente se tornaria significativo quando a dívida ultrapassasse 56% do PIB e a partir dessa porcentagem o efeito seria explosivo e criaria condições para a situação de dominância fiscal na economia brasileira (CARNEIRO; WU, 2005).

Por fim, para os autores Salto e Almeida (2016), a dominância fiscal explica o avanço da inflação mesmo quando a política monetária é contracionista. No caso da economia brasileira, o déficit nominal aumentou consideravelmente no biênio 2014-2015 e os fatores para esse fenômeno são o aumento nos gastos com juros e o déficit primário influenciado pela dinâmica das receitas que teve um aumento muito inferior ao previsto pelo governo federal. Essa deterioração do resultado nominal se refletiu na dívida bruta, que em conjunto à política monetária contracionista, à desvalorização cambial e ao aumento da inflação, configurou-se no quadro de dominância fiscal.

2.1. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para tratar do tema desta pesquisa, o método utilizado se caracteriza, segundo Vergara (2009), como hipotético dedutivo, pois deduz-se a ideia de dominância fiscal a partir de hipóteses que serão testadas por meio de técnicas de quantificação, com dados coletados e analisados com procedimentos estatísticos e visualizados em gráficos e tabelas.

A população amostral foi probabilística, uma vez que foi baseada em procedimentos estatísticos. Foram utilizados dados de séries temporais, em base trimestral da taxa básica de juros (Selic), expectativa de inflação medida pelo IPCA, dívida líquida do setor público em percentual do PIB, superávit primário e taxa de câmbio. O período contemplado foi de 2008 a 2017.

Os dados foram coletados e tratados de forma quantitativa utilizando o Modelo de Vetores Autorregressivos (VAR) e Modelo de Vetores Autorregressivos com mecanismo de correção de erros (VEC) que possuem o mínimo de restrições possíveis e as variáveis são tratadas como endógenas e examinadas de modo a detectar uma relação linear entre elas (WOOLDRIDGE, 2003).

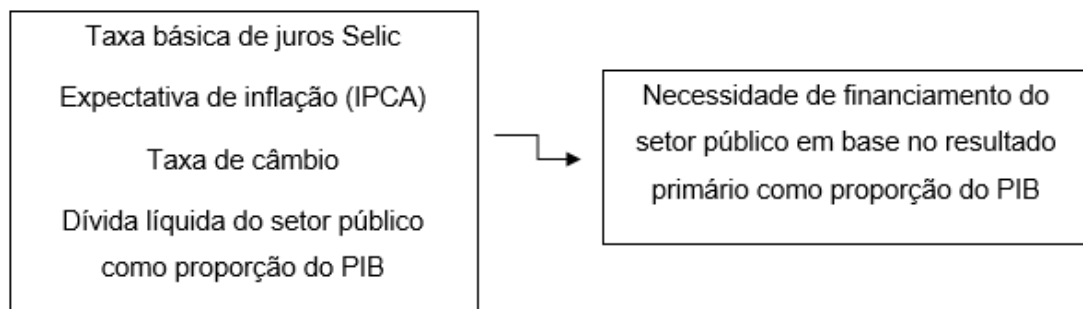
Além do modelo VAR, também foi realizado o Teste de Causalidade de Granger que pressupõe que informações relevantes à previsão das variáveis preditivas estão contidas na série temporal dessas variáveis (GUJARATI; PORTER, 2011). O teste tem como objetivo testar se há relação de causalidade unidirecional entre as variáveis dívida pública como proporção do PIB e taxa Selic

Assim, para verificar a ocorrência de dominância fiscal, foram testados dois modelos:

Modelo 1: análise por meio de Vetores Auto-regressivos

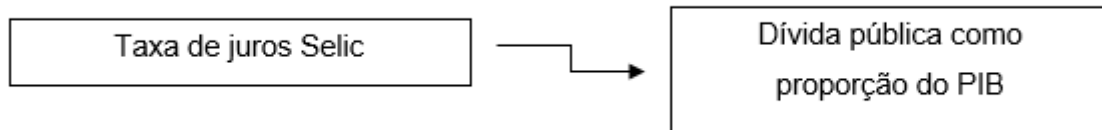
Variáveis Explicativas

Variável Explicada



Modelo 2: análise por meio de Teste de Causalidade de Granger

Teste para verificar a existência de causalidade entre as duas variáveis.



2.2. MODELO DE VETORES AUTORREGRESSIVOS

Com a publicação do artigo do econometrista Christopher Sims, em 1980, a utilização dos modelos vetoriais autorregressivos (VAR) tornou-se popular em estudos empíricos de macroeconomia. O modelo VAR consiste na análise de variáveis interrelacionadas com um mínimo de restrições que identifiquem o componente exógeno de cada variável, o que permite a estimação de um efeito de impulso - ou choque - de uma variável sobre as demais (CAVALCANTI, 2010).

Sims (1980) considera que o uso do modelo VAR permite o entendimento de relações empíricas entre variáveis macroeconômicas, sendo superior até mesmo a modelos estruturais. Deste modo, os modelos macroeconômicos com muitas variáveis devem ser analisados sem restrições - ou com o número mínimo de restrições-, em uma forma reduzida e incorporando todas as variáveis como endógenas.

Desta forma, trata-se cada variável do modelo simetricamente, sendo que, em um modelo simplificado de duas variáveis, o passado de uma variável é afetado pelos acontecimentos passados e correntes da outra variável. De acordo com a metodologia de Sims, aborda-se mais de uma determinação das variáveis a serem incluídas no modelo de acordo com sua relevância econômica, além do uso apropriado de “lags”, uma vez que impor nenhuma restrição pode incorrer no risco do modelo perder informações importantes (ENDERS, 2014).

2.3. TESTE DE CAUSALIDADE DE GRANGER

Uma análise de regressão aborda a dependência de uma variável sobre as demais do modelo, porém essa relação não implica causalidade entre as variáveis. Para determinar se há uma relação causal entre duas ou mais variáveis, ou seja, se os dados passados de uma variável ajudam a prever o dado de outra, realiza-se o Teste de Causalidade de Granger. Este teste pressupõe que as informações relevantes à previsão das variáveis estão contidas unicamente nos dados de séries temporais dessas variáveis, sendo que os seus termos de erro não são correlacionados (GUJARATI; PORTER, 2011). À vista disso, classifica-se quatro casos de causalidade:

1. Causalidade unidirecional, na qual os coeficientes estimados da defasagem da variável dependente forem estatisticamente diferentes de zero, enquanto os coeficientes da variável independente não forem diferentes de zero.
2. Causalidade unidirecional, em que o conjunto de coeficientes defasados do modelo não é estatisticamente diferente de zero.
3. Causalidade bilateral, quando os coeficientes das duas séries forem estatisticamente diferentes de zero.
4. Independência, em que os conjuntos dos coeficientes das duas séries não são estatisticamente significativos.

O teste de Causalidade de Granger baseia-se na estimação das equações descritas acima, nas quais x_t e y_t são funções de valores defasados das variáveis. A partir da realização do teste, verifica-se se mudanças em x_t precedem alterações em y_t ou se essas mudanças ocorrem simultaneamente (GRANGER, 1969).

Em uma regressão múltipla, uma variável pode causar o comportamento de outras variáveis se seus valores passados ou defasados aprimorarem significativamente a previsão

das demais. Neste caso, a variável x_t causa y_t se o erro quadrático médio da previsão de y_t no presente, com base nas informações de $t-1$, for menor que o erro quadrático médio quando se desconsidera as informações acerca de x_t . Ou seja, x_t causa y_t quando as informações sobre o primeiro contribuem para a previsão do último. (GRANGER, 1969).

Para efetuar o teste de causalidade e verificar se há corroboração da hipótese nula, aplica-se o teste F. Se o valor calculado do teste F for maior que o valor crítico ao nível de significância escolhido, rejeita-se a hipótese nula, o que significa que uma variável causa o comportamento da outra (GUJARATI; PORTER, 2011).

2.4. MODELAGEM

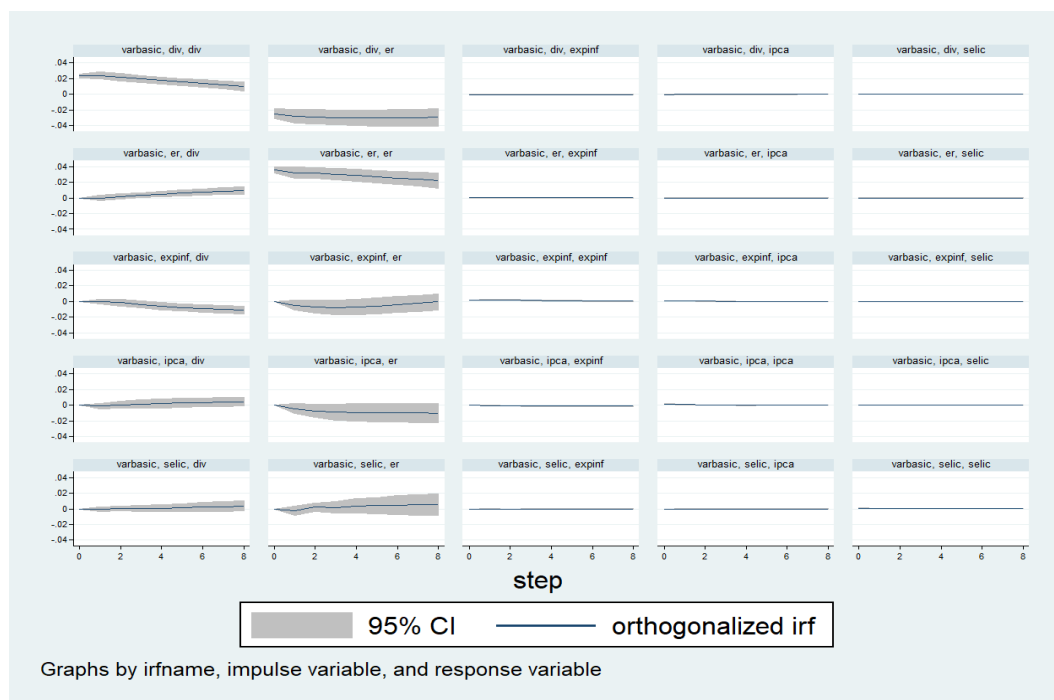
O modelo de Vetores Autorregressivos (VAR) consiste em um sistema de equações lineares, no qual cada equação pode ser escrita pelos seus termos passados. Este teste trata todas as variáveis como simétricas, buscando identificar o componente exógeno de cada variável.

Neste estudo, foram utilizadas as variáveis dívida líquida do setor público (em proporção do PIB), taxa de juros Selic, taxa de câmbio (em paridade com o dólar americano) e a expectativa de inflação. As principais variáveis selecionadas do modelo são a dívida líquida do setor público (em proporção do PIB) e a taxa de juros Selic, uma vez que esta última é o principal instrumento da política monetária para o controle da inflação.

Assim, o teste com a dívida pública, enquanto variável dependente, teve como propósito apresentar a interrelação entre essa variável e as demais variáveis do modelo, incluindo um mínimo de restrições que identifiquem o componente exógeno de cada variável.

Inicialmente, realizou-se o teste var basic, que apresenta uma análise de impulso entre as variáveis do modelo. Ou seja, como uma variável consegue influenciar no comportamento de outra no curto e no longo prazo. Este diagnóstico é demonstrado na figura 1.

Figura 1: Resultados do teste Var Basic



Fonte: Elaboração própria

A figura acima mostra que um impulso em todas as variáveis do modelo não possui efeitos permanentes de longo prazo. Ou seja, mudanças nas políticas econômicas – fiscal e monetária – terão efeitos apenas transitórios em variáveis nas variáveis apresentadas. O único movimento acentuado é da dívida pública provocada pela taxa Selic, seguindo a hipótese de que o aumento da taxa de juros incorre em aumento da dívida pública.

A tabela abaixo corresponde ao teste VAR, o qual apresenta os lags – termos passados – das séries e seus respectivos coeficientes e p-valor, que representam a influência de cada variável na variável dependente. Se o coeficiente é positivo, ele reforça a variável dependente; quando é negativo, não possui significância. Já o p-valor reforça a variável dependente quando é inferior a 0,05.

Pelo teste VAR observa-se que a dívida pública se interrelaciona com as expectativas inflacionárias e com a taxa de câmbio em seu segundo termo de defasagem. Contudo, ela não está relacionada ao comportamento da taxa de juros Selic.

A Selic, por sua vez, relaciona-se com a trajetória da dívida pública. Ou seja, quando a taxa de juros aumenta, a dívida possui comportamento similar. Isso ocorre porque o aumento do juro provoca aumento do serviço da dívida. Ademais, a taxa de juros também está interrelacionada às expectativas inflacionárias em seu segundo termo de defasagem, decorrente do uso da Selic como um instrumento de política monetária para administrar a inflação.

Tabela 1: Resultados do teste de Vetores Autorregressivos

Teste de Vetores Autorregressivos			
Variável Explicada	Variáveis Explicativas	Coefficiente	p-valor
Dívida Pública	Dívida Pública		
	L1	1.004247	0.000
	L2	-.0406913	0.646
	Taxa Selic		
	L1	-.7834139	0.663
	L2	.8571923	0.629
	Expectativa de Inflação		
	L1	-.2276546	0.782
	L2	-.7871025	0.305
	Taxa de câmbio		
	L1	-.0129885	0.790
	L2	.0733906	0.149
Taxa Selic	Dívida Pública		
	L1	-.0023724	0.495
	L2	.0034734	0.302
	Taxa Selic		
	L1	.4038637	0.000
	L2	.4338433	0.000
	Expectativa de Inflação		
	L1	-.0118532	0.704
	L2	.0329777	0.259
	Taxa de câmbio		
	L1	-.0003013	0.871
	L2	.0006494	0.737
Expectativa de inflação	Dívida Pública		
	L1	.005897	0.480
	L2	-.0086117	0.287
	Taxa Selic		
	L1	-.2203382	0.180
	L2	.1847099	0.255
	Expectativa de Inflação		
	L1	1.178355	0.000
	L2	-.2764134	0.000
	Taxa de câmbio		
	L1	.006015	0.178
	L2	-.0057066	0.220
Taxa de câmbio	Dívida Pública		
	L1	-.2772269	0.105
	L2	.1724982	0.296
	Taxa Selic		
	L1	-2.241643	0.504
	L2	5.479374	0.098
	Expectativa de Inflação		
	L1	-1.768106	0.249
	L2	1.377484	0.337
	Taxa de câmbio		
	L1	.9182092	0.000
	L2	.0508551	0.593

Fonte: Elaboração própria

O teste de causalidade de Granger é uma maneira de verificarmos se uma série temporal (X) ajuda a prever a outra série (Y). No teste, não há definição de quais variáveis são endógenas ou exógenas, e por isso os testes de causalidade são realizados nas duas direções.

A tabela abaixo apresenta o Teste de Causalidade de Granger. Para o presente estudo, as hipóteses elaboradas foram:

- H0: Não causa no sentido de Granger
- H1: Causa no sentido de Granger

No caso, para H0 ser rejeitada, a probabilidade tabelada deve ser maior que a tabelada, medida pela coluna *Prob>chi2*. Se este valor for superior à 0,05, rejeita-se a hipótese H0.

Tabela 2: Resultados do Teste de Causalidade de Granger

Teste de Causalidade de Granger				
Equação	Variável	chi2	df	Prob>chi2
Dívida Pública	Taxa Selic	.24212	2	0.886
Dívida Pública	Expectativa de Inflação	17.917	2	0.000
Dívida Pública	Taxa de câmbio	26.923	2	0.000
Dívida Pública	Todas as variáveis	35.704	6	0.000
Taxa Selic	Dívida Pública	3.9966	2	0.136
Taxa Selic	Expectativa de Inflação	6.4806	2	0.039
Taxa Selic	Taxa de câmbio	.63254	2	0.729
Taxa Selic	Todas as variáveis	10.986	6	0.089
Expectativa de Inflação	Dívida Pública	4.2179	2	0.121
Expectativa de Inflação	Taxa Selic	1.822	2	0.402
Expectativa de Inflação	Taxa de câmbio	1.9479	2	0.378
Expectativa de Inflação	Todas as variáveis	15.143	6	0.019
Taxa de câmbio	Dívida Pública	10.67	2	0.005
Taxa de câmbio	Taxa Selic	3.721	2	0.156
Taxa de câmbio	Expectativa de Inflação	1.5307	2	0.465
Taxa de câmbio	Todas as variáveis	14.764	6	0.022

Fonte: Elaboração própria

Como podemos observar, a dívida pública não causa a Selic no sentido de Granger. Ou seja, ela não possui uma relação causal com a Selic e, portanto, seus dados passados não preveem a trajetória dos juros. Contudo, a dívida pública causa a expectativa de inflação e a taxa de câmbio.

As expectativas de inflação não possuem relação causal com nenhuma das variáveis do modelo. A taxa de câmbio, por sua vez, só possui relação causal com a dívida pública no sentido de Granger.

A taxa Selic, por fim, não causa a dívida pública no sentido de Granger. Ou seja, mudanças em sua série não precedem mudanças na série da dívida. O mesmo ocorre com a taxa de câmbio. A única variável, portanto, afetada pela Selic é a expectativa de inflação. Com isso, dizemos que a Selic causa a expectativa de inflação no sentido de Granger.

3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou verificar a existência de um regime de dominância fiscal na economia brasileira, observando-se séries entre 2008 e 2017. Para testar a hipótese objeto da pesquisa, realizou-se o teste de Vetores Autorregressivos (VAR) e o Teste de Causalidade de Granger.

Os resultados das análises indicaram que a taxa Selic está interrelacionada com a dívida pública e causa unidirecionalmente a dívida no sentido de Granger. A dívida pública, por sua vez, não possui relação de causalidade com a taxa Selic. Esta relação demonstra que a política monetária não é afetada pelo comportamento da dívida pública, sendo, portanto, eficiente em seu objetivo de fixar a taxa de juros para controlar a inflação.

Os testes realizados descartaram, portanto, a hipótese de dominância fiscal na economia brasileira. Isso demonstra que a política monetária é eficiente em seu objetivo de controlar o nível de preços e que a taxa de juros, enquanto principal instrumento de política monetária, está sendo utilizada corretamente para esse fim.

Uma política monetária comprometida com o controle nível de preços da economia é fundamental para a garantia de estabilidade macroeconômica. Isto só é possível quando ela é a principal política utilizada pelo governo e quando o qual o Banco Central é uma instituição autônoma, que fixa a taxa de juros com o único objetivo de controlar a inflação.

4. REFERÊNCIAS

BLANCHARD, O. Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10389>>. Acesso em: 10 de fevereiro de 2017.

BLOOMESTEIN, H. J.; TURNER, P. Interactions between Sovereign Debt Management and Monetary Policy under Fiscal Dominance and Financial Instability. 2011. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=1964627>. Acesso em: 17 de fevereiro de 2017.

CARNEIRO, D. D.; WU, T. A qualidade da dívida pública brasileira. Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças. Texto para Discussão n. 9, nov. 2005.

FRATIANNI, M.; SPINELLI, F. Fiscal Dominance and Money Growth in Italy: The Long Record. *Explorations in Economic History*, v. 38, n. 2, p. 252-272, 2001.

GADELHA, S.R.B.; DIVINO, J. A. Dominância Fiscal ou Dominância Monetária no Brasil? Uma Análise de Causalidade. *Economia Aplicada*, v. 12, n. 4, p. 659-675, 2008.

GONÇALVES, C. E.; GUIMARÃES, B. Monetary Policy, Default Risk and the Exchange Rate. *Revista Brasileira de Economia*, v. 65, n. 1, p. 33-45, 2011.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. *Econometria Básica*. 5. Ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

KUMHOF, M.; NUNES, R.; YAKADINA, Y. Simple Monetary Rules under Fiscal Dominance. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 42, n. 1, p. 63-92, 2010.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Disponível em: <<http://biblioteca.ibge.gov.br/index.php/biblioteca-catalogo?view=detalhes&id=7236>>. Acesso em: 10 de março de 2017.

MARQUES JUNIOR, K. Há Dominância Fiscal na Economia Brasileira? Uma Análise Empírica para o Período do Governo Lula. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 38, n. 1, p. 63-80, 2010.

NUNES, A. F. N. Políticas Monetária e Fiscal Ativas e Passivas: Uma Análise para o Brasil Pós-Metas de Inflação. 2009. 69 p. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

PIRES, M. C. C. Interação entre Política Monetária e Fiscal no Brasil em Modelos Robustos a Pequenas Amostras. 2008. 104 p. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade de Brasília, Brasília, 2008.

SALTO, F.; ALMEIDA, M. *Finanças Públicas: da Contabilidade Criativa ao Resgate da Credibilidade*. 1. ed. Rio de Janeiro: Record, 2016.

SARGENT, T.; WALLACE, N. Some Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve of Minneapolis. Quarterly Review*, v. 5, n.3, p. 1-17, 1981.

SCHOTI, C.; DUPITA, A.B. Um Estudo sobre a Hipótese de Dominância Fiscal no Brasil. *Revista Jovens Pesquisadores*, v. 4, n. 7, 2007.

SOUZA, J. B. L.; DIAS, M. H. A. Dominância Fiscal e seus Impactos na Política Monetária: Uma Avaliação para a Economia Brasileira. Disponível em:<https://www.anpec.org.br/sul/2016/submissao/files_li/i6-fd7914e250fc2dc88d99cbf3e074ae93.pdf>. Acesso em: 10 de fevereiro de 2017.

TURNER, P. Fiscal Dominance and the Long-Term Interest Rate. 2011. Disponível em: <<http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/PDF/SP199.pdf>>. Acesso em: 17 de fevereiro de 2017.

WOODFORD, M. Fiscal Requirements for Price Stability. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 33, n. 3, p. 669-728, 2001.

WOOLDRIDGE, F. M. *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. Ohio: South Western College Publishing, 2003.

Contatos:

Karina de Oliveira Almeida: olive-almeida@hotmail.com

Leonardo Fernando Cruz Basso: leonardofernando.basso@mackenzie.br