

Dominância fiscal no Brasil: em que pé estamos?

- ▶ Dominância fiscal se refere à situação em que a deterioração das contas públicas faz com que as ações do banco central para controlar a inflação tornem-se limitadas ou ineficazes, podendo até ter efeito reverso ao pretendido. Na prática, essa situação não é binária, mas um espectro contínuo em que ocorrem regimes intermediários na interação entre as autoridades monetárias e fiscais.
- ▶ Duas condições que tendem a aproximar um país de um quadro de dominância fiscal incluem: (1) um BC hesitante no combate à inflação e (2) um governo que não estabelece limites à trajetória de endividamento público de forma crível. Vale destacar, no entanto, que a segunda condição pode ser suficiente para impedir a estabilização da inflação, mesmo na ausência da primeira condição.
- ▶ Embora a inflação no Brasil se encontre acima da meta e esteja em curso um processo de desancoragem das expectativas de inflação, o BC segue atuando de forma coerente com regras monetárias usuais e, a nosso ver, não demonstra até o momento hesitação em atuar para controlar a inflação em torno de seu objetivo.
- ▶ No entanto, a credibilidade do arcabouço fiscal, mesmo se cumprido estritamente, em gerar trajetórias fiscais sustentáveis no médio prazo se deteriorou significativamente. A piora decorre da constatação de que a regra, além dos riscos de descumprimento crescentes (mesmo com a adoção recente de medidas na direção correta), não traz perspectiva de estabilização da dívida pública a menos de uma alta significativa das receitas.
- ▶ Nas variáveis de mercado, como tem registrado o Copom em documentos recentes, há um estresse com significativa elevação recente do prêmio de risco da economia brasileira. Apesar de não haver sinais de que as altas de juros estão contribuindo para a depreciação do câmbio e de inclinação na curva de juros, a inflação implícita tem subido e o fluxo de capitais será uma importante variável a se monitorar a frente.
- ▶ Assim, entendemos que a tendência das variáveis fiscais, se não for alterada, nos aproximará cada vez mais da situação de dominância fiscal. Embora o BC continue atuando de acordo com seu objetivo de estabilizar a inflação, tais ações devem ser vistas como necessárias, mas não suficientes. Medidas que levem a uma perspectiva de trajetória mais equilibrada da dívida pública a frente (como a proposta descrita no Macrovisão: [É tempo de reforçar o arcabouço fiscal](#)), serão fundamentais para afastar o perigo de descontrole inflacionário.
- ▶ Em conclusão, o cenário não se deteriorou por completo, mas o mero fato dos agentes econômicos e analistas independentes estarem discutindo a hipótese da dominância sugere que não estamos em plena normalidade.

1. Dominância fiscal: Entendendo o conceito

O conceito de dominância fiscal descreve uma situação em que as ações do banco central para controlar a inflação tornam-se limitadas ou ineficazes, podendo até ter efeito reverso ao pretendido, porque a política fiscal gera pressões significativas sobre a economia. Tais pressões podem ter impacto por diversos canais, produzindo efeitos como desvalorização cambial, desancoragem das expectativas de inflação e alta de medidas de prêmio de risco, dentre outros.

1.1. Dominância fiscal como um problema de coordenação

O tema tem sua semente no influente artigo "*Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*" (1981), de Thomas Sargent e Neil Wallace. O artigo demonstra que, quando há uma trajetória descontrolada de dívida, o banco central pode ser forçado a monetizá-la, gerando inflação. Isto ocorre, mesmo que inicialmente seja adotada uma política monetária restritiva para conter a inflação.

Uma hipótese crucial para este resultado é que a trajetória crescente da dívida não depende da política monetária, presente ou futura. Implicitamente, supõe-se que há um problema de coordenação entre as autoridades monetária e fiscal, e que a primeira não é capaz de "disciplinar" a segunda. A "desagradável aritmética monetarista" surge de um esquema de coordenação no qual a política fiscal "domina" a política monetária e a autoridade monetária enfrenta as restrições impostas pela demanda por títulos do governo.

Por outro lado, quando a autoridade monetária é o "jogador dominante" e autoridade fiscal "segue", esta tem que se ajustar para reequilibrar o orçamento público. Maneiras de restringir as ações de política monetária, como o padrão ouro ou o câmbio fixo e, mais recentemente, o regime de metas de inflação e a autonomia operacional do Banco Central, podem ser vistas como tentativas de evitar que a autoridade fiscal exerça poder de liderança sobre a política monetária. Portanto, momentos em que ocorre o enfraquecimento destes arcabouços monetários são particularmente suscetíveis à dominância fiscal. Colocando de outra forma, quando a sociedade preza a estabilidade monetária, gera instituições, hábitos ou regras que permitem ao banco central atuar com autonomia, e, assim, limitar o risco da dominância fiscal.

Com base no trabalho de Leeper (1991), atualizado para um regime de metas de inflação, podemos construir a tabela abaixo, que mostra diferentes esquemas de coordenação entre as autoridades fiscal e monetária:

| | | Política monetária | |
|-----------------|---|--|---|
| | | Ativa (BC não leniente, segue RTaylor) | Passiva (BC leniente) |
| Política fiscal | Irresponsável (sem esforço gerar primário) | Hiperinflação e dívida explode | Dominância Fiscal (inflação reduz juro real e faz dívida não explodir; controle de Ks) <i>Ex: Argentina</i> |
| | Responsável (dívida sustentável) | Regime de metas funciona <i>Ex: Brasil maior parte do tempo</i> | Sem ancoragem |

Quando a política monetária está ativa e a política fiscal é irresponsável, temos uma falta de coordenação total em que os juros sobem para conter a inflação enquanto não há ajustes no orçamento público. Este cenário produz juros cada vez mais elevados e inflação crescente. Se nenhuma das autoridades desviar neste "game of chicken", o resultado é uma explosão simultânea da inflação e do endividamento (embora o governo permaneça solvente). Na prática, não é razoável imaginar que esta situação persista indefinidamente e cabe, portanto, analisar os possíveis desvios.

Suponhamos que o governo se recuse a ajustar devidamente o orçamento para conter a trajetória de crescimento da dívida e a autoridade monetária aceite monetizar, em algum grau, as necessidades orçamentárias, desviando de seu objetivo primordial de controle inflacionário em torno da meta de inflação – ou seja, o banco central se torna leniente. Esta é exatamente a situação de dominância fiscal, que surge quando a política monetária é passiva e a política fiscal é irresponsável, como na aritmética desagradável de Sargent e Wallace (quadrante superior direito).

Quando, por outro lado, a política monetária se mantém ativa e a política fiscal é responsável, temos o banco central empenhado no cumprimento de sua meta de inflação, enquanto a política fiscal em algum momento se altera, desviando assim de uma trajetória explosiva de dívida, a partir de ajustes no orçamento via cortes de gastos e/ou

aumentos de impostos. É nesta situação em que temos o regime de metas de inflação funcionando em sua plenitude, com a inflação nos níveis almejados e a dívida em trajetória controlada (quadrante inferior esquerdo).¹

Uma observação se faz necessária. A qualificação da política fiscal como “responsável” não elimina a possibilidade de ações anti-cíclicas. Apenas requer que, qualquer que seja a trajetória fiscal de curto prazo, a política irá assegurar a sustentabilidade da dívida ao longo do tempo.

1.2. Dominância fiscal e a Teoria Fiscal no Nível de Preço

Recentemente, a chamada Teoria Fiscal do Nível de Preços (FTPL, na sigla em inglês) recebeu muita atenção após episódios de alta da inflação em parte decorrentes dos fortes estímulos fiscais ligados à pandemia de Covid-19.

A FTPL parte da restrição orçamentária intertemporal do governo:²

$$\frac{D_t}{P_t} = E_t \sum_{i=0}^{\infty} \left[\frac{T_{t+i} - G_{t+i}}{(1+r)^i} \right]$$

Onde D_t é o valor nominal da dívida pública no início do período t , P_t é o nível de preço em t , T_{t+i} e G_{t+i} são respectivamente os impostos e gastos primários do governo, ambos em termos reais no período $t+i$, e r é a taxa real de desconto (constante por simplicidade).

A restrição mostra que a dívida pública tem que ser financiada pelo valor presente dos resultados primários esperados, embora o momento em que esses superávits serão gerados seja bastante flexível. Uma consequência é que déficits não compensados por superávits só podem ocorrer se forem acompanhados de alta de preços que reduza o valor real da dívida:

$$\frac{D_t}{P_t} > E_t \sum_{i=0}^{\infty} \left[\frac{T_{t+i} - G_{t+i}}{(1+r)^i} \right] \rightarrow \frac{D_t}{P_t \uparrow} = E_t \sum_{i=0}^{\infty} \left[\frac{T_{t+i} - G_{t+i}}{(1+r)^i} \right]$$

Com isso, obtém-se um equilíbrio em que, na ausência de ajustes fiscais críveis, os preços se ajustam para assegurar que a restrição orçamentária do governo seja respeitada. Vale notar que, para obter este resultado, tipicamente se supõe uma acomodação da política fiscal pela política monetária – isto é, em algum grau, uma política monetária passiva e fiscal irresponsável – como em Sargent e Wallace.

1.3. Dominância fiscal como um fenômeno em espectro contínuo

A hipótese de autoridades ou passivas/ativas ou responsáveis/irresponsáveis foca em situações extremas. Na prática, ocorrem regimes intermediários na interação entre as autoridades monetárias e fiscais.

A política fiscal geralmente se compromete a servir a dívida pública através de superávits futuros, mas pode não assumir todo o peso do ajustamento fiscal. Já a política monetária, embora orientada para a estabilização da inflação, pode ter que enfrentar as consequências inflacionárias de uma dívida pública parcialmente não financiada por superávits.³

¹ Por completude, o quarto e último caso – de menor interesse, teórico e prático – é aquele em que as autoridades monetária e fiscal são passiva e responsável, respectivamente. Temos então uma indeterminação, em que várias trajetórias de preço podem ser consistentes com o equilíbrio.

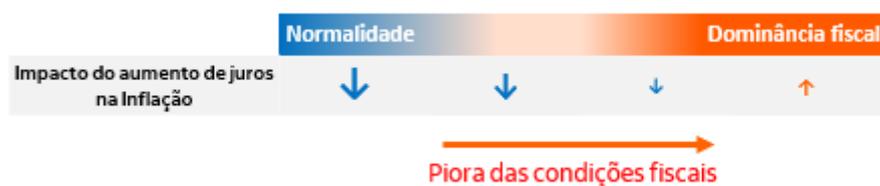
² Ver Cochrane (2005) sobre a FTPL e Barro e Bianchi (2025) para uma aplicação da teoria para avaliar influências fiscais sobre a inflação de países da OCDE no período da pandemia

³ Neste espírito, Smets e Wouters (2024) estimam um modelo para a economia americana que permite “financiamento parcial” das contas públicas pela inflação.

Em um contexto de câmbio flexível, mais próximo à realidade brasileira atual, Olivier Blanchard, no artigo “*Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil*” (2004), estuda o caso em que o aumento da taxa de juros eleva a probabilidade de não pagamento da dívida pública (no caso de níveis elevados de endividamento, por exemplo), impactando o prêmio de risco. Isto ocorre de maneira contínua, gerando um espectro de dominância fiscal e não um quadro binário.

Com a elevação do prêmio de risco, ocorrem fluxos de saída de recursos que levam a uma depreciação cambial. A depreciação, por sua vez, leva a uma inflação maior. Nessas condições, portanto, uma taxa de juros mais elevada pode, em teoria, ser inflacionária, mas apenas quando a situação fiscal for ruim o suficiente.

A figura abaixo captura a ideia, bastante realista, de dominância fiscal como um contínuo:

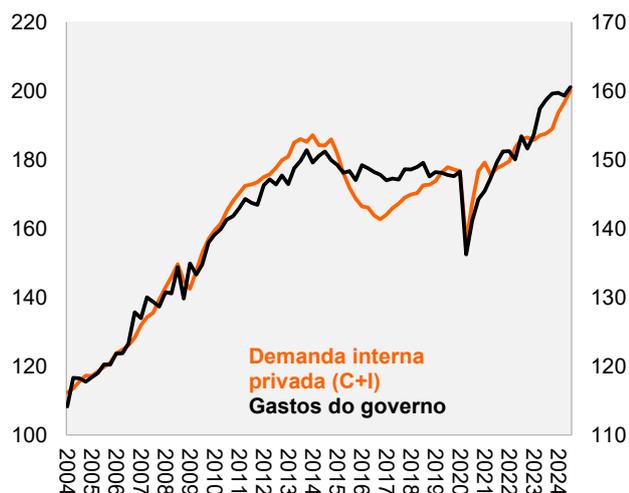


1.4. Dominância fiscal e efeito riqueza da dívida

Mesmo que o BC siga comprometido com o combate à inflação, sem desviar de tal objetivo, a política fiscal pode ser inflacionária a ponto de impedir a estabilização da trajetória de preços. Isso ocorre quando o aumento da dívida é percebido como incremento à riqueza (não valendo, portanto, a chamada “Equivalência Ricardiana”), uma hipótese realista explorada por, dentre outros, Woodford (1996).

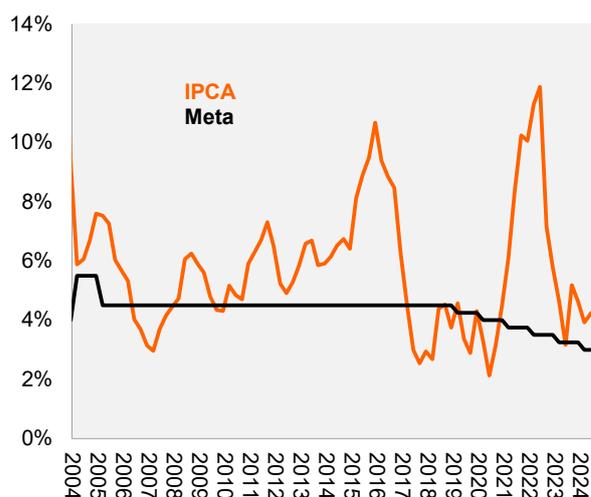
A alta da inflação seria o resultado de “muita riqueza nominal em busca de poucos bens” e tem o papel de corroer a riqueza de modo a reequilibrar oferta e demanda.⁴ O mecanismo captura bem situações em que expansões fiscais são acompanhadas por uma expansão da demanda privada interna e elevação da inflação, como ocorreu no Brasil recentemente:

Expansão fiscal e da demanda privada...



Fonte: IBGE, Tesouro Nacional, Itaú

... tiveram impacto na inflação



Fonte: IBGE, Itaú

⁴ Ver Loyo (1999).

Woodford mostra que, mesmo com um banco central combatente, uma expansão fiscal pode levar a um aumento da inflação. O resultado remonta a “aritmética monetarista desagradável” de Sargent e Wallace, mas com uma diferença crucial: não requer que o banco central seja “liderado” pela necessidade orçamentária do governo e monetize a dívida.

Ou seja, mesmo que o BC não desvie em nenhum momento do seu compromisso de estabilizar a inflação, o quadro fiscal pode fazer com que um regime monetário tipicamente adequado (por exemplo, um sistema de metas de inflação e um banco central autônomo) seja insuficiente para obter esta estabilização. Em tais situações, a elevação dos juros pode inclusive levar a uma inflação mais alta, como no trabalho de Blanchard.

Woodford mostra, no entanto, que, ao estabelecer limites críveis para a trajetória da dívida pública, é possível evitar que choques fiscais tenham efeitos indesejados sobre a inflação e garantir que regras de política monetária apropriadas sejam capazes de obter a estabilidade da inflação.

Em suma, quando a expansão fiscal é tal que aumenta a demanda privada interna e assim pressiona a inflação, o controle das contas públicas é necessário para garantir a possibilidade de estabilidade inflacionária, mesmo em um regime de metas de inflação com BC autônomo. E este controle pode ser feito através de regras críveis que limitem a trajetória da dívida pública, como a proposta descrita no [Macrovisão: É tempo de reforçar o arcabouço fiscal](#).

2. Avaliando o risco de dominância fiscal no Brasil

Pela discussão acima, há três conjuntos de informação importantes para avaliar o risco de dominância fiscal.

O primeiro, focado no problema de coordenação, captura os sinais de uma política monetária passiva em relação à política fiscal – isto é, sinais de que o BC pode estar agindo de forma a monetizar a dívida, em detrimento de seu objetivo de estabilizar a inflação.

O segundo conjunto captura diferentes ângulos do risco de insustentabilidade fiscal: trajetórias de variáveis fiscais como dívida pública/PIB, gasto público/PIB, déficit primário/PIB, e a composição/duration da dívida.

O terceiro captura variáveis que refletem a dinâmica de mercado, como a correlação entre juros e câmbio, o prêmio de risco, a inclinação da curva de juros, e a inflação implícita.

Abaixo analisamos cada um desses conjuntos de informação.

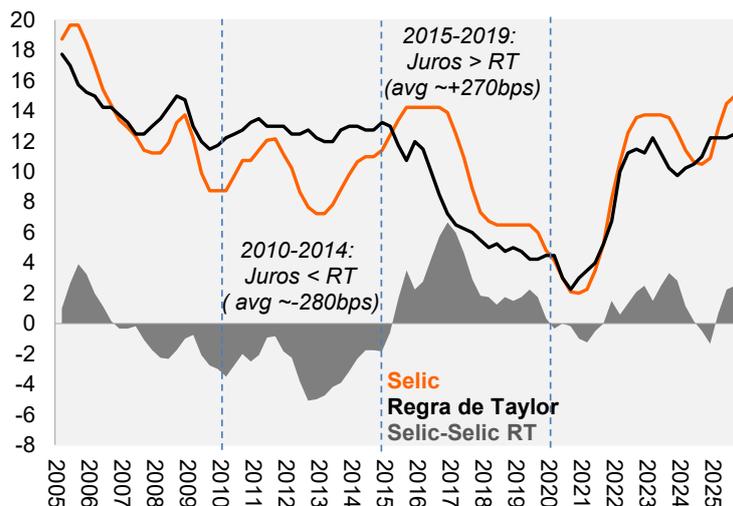
2.1. Avaliando o regime monetário

Embora a taxa de inflação no Brasil se encontre acima da meta e esteja em curso um processo de desancoragem crescente das expectativas de inflação, não há sinais de hesitação do BC em atuar para controlar a inflação em torno de seu objetivo. O Copom e seus membros vêm inclusive destacando os riscos que desequilíbrios fiscais representam para a economia, em particular para as expectativas de inflação, e a importância de coordenar as políticas fiscal e monetária.

Para além da comunicação do BC, uma maneira de avaliar se este vem agindo de forma coerente com os dados para atingir a meta de inflação é olhar uma versão simples da chamada Regra de Taylor⁵. O primeiro gráfico abaixo mostra que a taxa Selic vem sendo mantida recentemente em patamares condizentes, quando não superiores, ao indicado pela regra. Como comparativo, no período de 2010 até 2014, quando também houve uma intensa discussão sobre dominância fiscal no Brasil, a taxa de juros ficou sistematicamente abaixo do nível indicado pela regra.

⁵ Taxa de juros nominal = (taxa de de juros real neutra+meta de inflação)+α.(Expectativa de inflação-Meta de inflação)-β.Hiato do produto

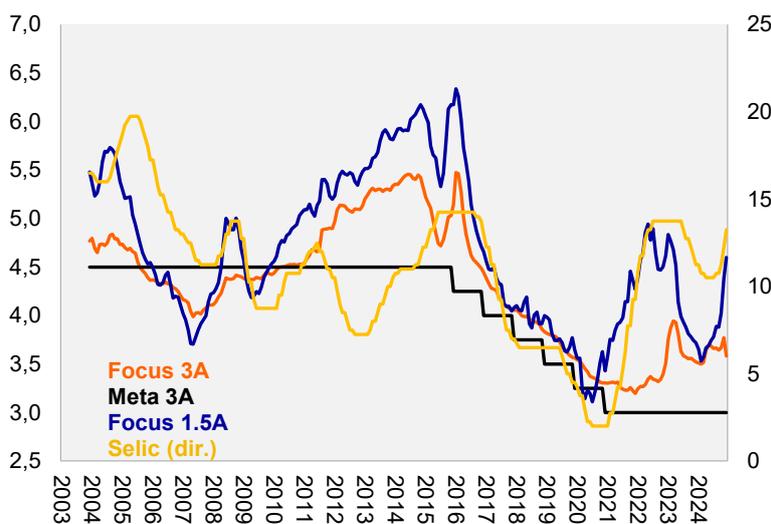
Selic vs. Regra de Taylor



Fonte: IBGE, BCB, Itaú

Além disso, a taxa de juros básica tem respondido à desancoragem das expectativas de inflação em relação à meta (gráfico abaixo). Novamente, o atual comportamento da autoridade monetária se distingue daquele observado em 2011-2012, em que a taxa de juros foi cortada apesar da alta das expectativas de inflação na época.

Expectativas inflação 1.5A e 3A vs. meta e Selic



Fonte: BCB, Bloomberg, Itaú

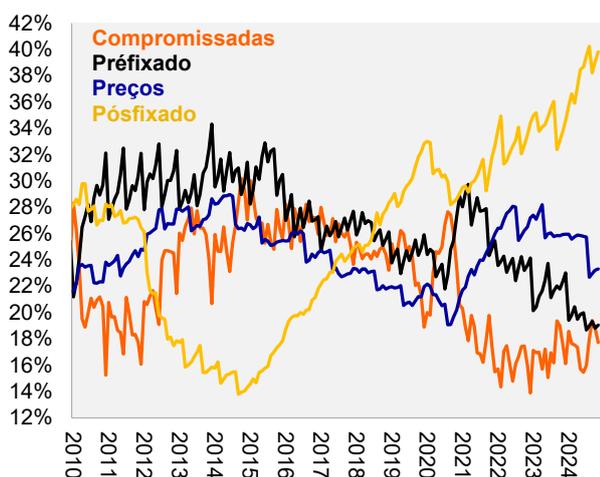
Portanto, sob qualquer ótica, a autoridade monetária segue ativa e engajada em atingir a estabilidade da inflação em torno da meta. Além disso, a autonomia operacional do BC segue preservada, *de jure* e *de facto*.

2.2. Avaliando o regime fiscal

Se por um lado não há sinais de passividade da autoridade monetária diante da inflação elevada, por outro, as evoluções recentes das variáveis fiscais mencionadas acima têm sido na direção de maior risco de dominância fiscal. Em particular, há um crescimento acelerado da dívida pública, já partindo de um nível elevado comparativamente aos pares, e a ausência de perspectiva de estabilização à frente. A expectativa mediana do mercado é que a dívida/PIB atinja 85% em 2026, vindo de 72% em 2022, sem perspectiva de convergência.

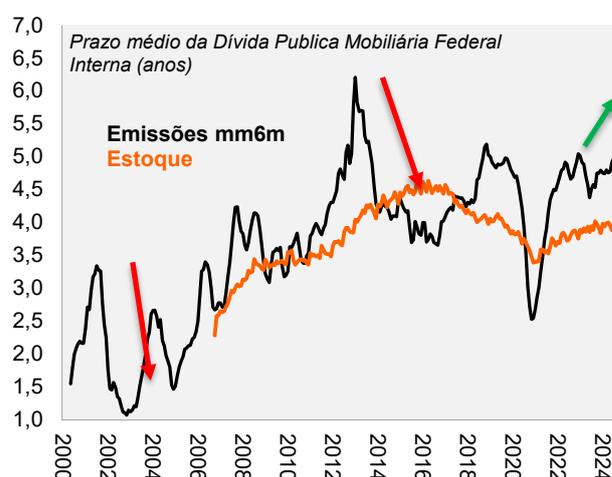
Adicionalmente, a composição da dívida pública pode se mostrar um termômetro para os riscos de dominância fiscal. Por um lado, o aumento expressivo da participação de títulos pós-fixados poderia fomentar a percepção que o aumento de juros necessário para controlar a inflação tornará a trajetória da dívida pública mecanicamente ainda mais desafiadora, além de acentuar o efeito riqueza citado acima e reduzir o efeito da política monetária. Por outro lado, não verificamos no período recente um encurtamento do prazo médio das emissões de dívida pública visto em episódios de crise anteriores, como em 2002 e 2014. Ou seja, apesar da pior composição da dívida, não vemos uma rejeição a títulos públicos mais longos, cuja demanda tenderia a ser mais impactada pelo risco fiscal.

Deterioração da composição da dívida pública interna



Fonte: Tesouro Nacional, BCB, Itaú

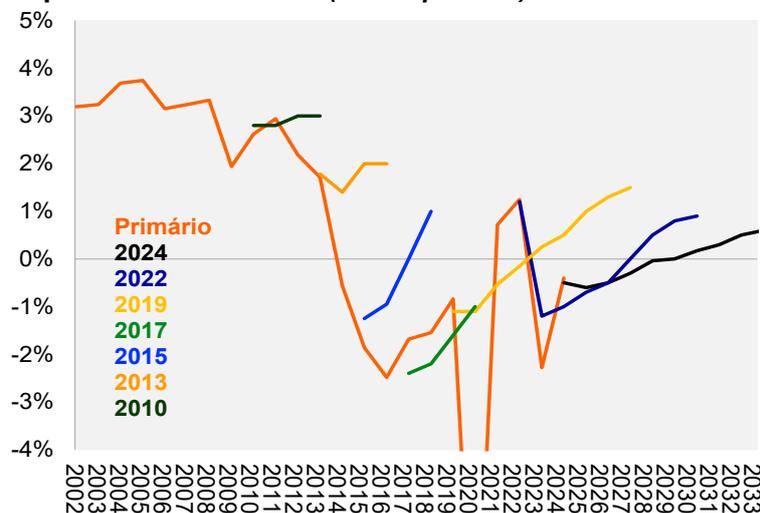
Sem encurtamento do prazo médio da dívida pública



Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

Um aspecto relevante para caracterizar o regime fiscal em vigor é a credibilidade sobre a geração de superávits primários que garantam a sustentabilidade da dívida à frente. No gráfico abaixo, vemos o histórico de resultado primário e a trajetória esperada em cada momento do tempo de acordo com a pesquisa Focus. Entre 2011 e 2015, período no qual houve último debate intenso sobre dominância fiscal, ocorreu significativa deterioração de expectativas simultaneamente à piora corrente. Posteriormente, como resultado de reformas estruturais como a aprovação do Teto de Gastos e a Reforma da Previdência em 2017 e 2019, respectivamente, vimos resultados primários melhores do que o esperado e posterior revisão positiva de expectativas. Mais recentemente, voltamos a observar uma piora das expectativas de resultado primário à frente, o que novamente sinaliza a necessidade de medidas que revertam o quadro desafiador.

Resultado Primário (% PIB) e Expectativas da Focus (fim de período)



Fonte: BCB, Itaú

Conceitualmente, o resultado primário capaz de estabilizar a dívida pública próximo aos patamares atuais de 80% do PIB é de em torno 2,5% do PIB, dependendo do juro real e do PIB potencial considerado (ver tabela abaixo). Até 2026, a distância entre este primário e o resultado implementado com o mero cumprimento da regra em um cenário conservador de crescimento e juro real é de 3,2 p.p. do PIB. Esse resultado confirma que a regra fiscal não é capaz de gerar expectativas de estabilização da dívida, a menos de uma alta significativa das receitas.

| Primário que estabiliza dívida em 80% PIB | | | | |
|---|------|------|------|------|
| PIB/juro real | 4,0% | 5,0% | 6,0% | 7,0% |
| 1,5% | 2,0% | 2,8% | 3,6% | 4,4% |
| 2,0% | 1,6% | 2,4% | 3,2% | 4,0% |
| 2,5% | 1,2% | 2,0% | 2,8% | 3,6% |
| 3,0% | 0,8% | 1,6% | 2,4% | 3,2% |

| Aumento de imposto necessário (ajuste restante) / aumento dívida em 2026 | | | | | | | | |
|--|---------------------------------------|------|------|------|---|------|------|------|
| | D real gasto 2.5% 2025-26 (Arcabouço) | | | | D real gasto 6.5% 2025-26 (Gasto médio 2023-24) | | | |
| PIB/juro real | 4,0% | 5,0% | 6,0% | 7,0% | 4,0% | 5,0% | 6,0% | 7,0% |
| 1,5% | 3,0% | 3,8% | 4,6% | 5,4% | 4,2% | 5,0% | 5,8% | 6,6% |
| 2,0% | 2,4% | 3,2% | 4,0% | 4,8% | 3,6% | 4,4% | 5,2% | 6,0% |
| 2,5% | 1,8% | 2,6% | 3,4% | 4,2% | 2,9% | 3,7% | 4,5% | 5,3% |
| 3,0% | 1,2% | 2,0% | 2,8% | 3,6% | 2,3% | 3,1% | 3,9% | 4,7% |

Essa trajetória aumenta o risco da política fiscal ser percebida como irresponsável, o que reforça a necessidade de medidas estruturais capazes de gerar uma melhora na trajetória de resultados primários à frente. Com elas, seria possível reforçar a coordenação entre políticas econômicas que vise o pleno funcionamento do regime de metas de inflação e a sustentabilidade da dívida. Em relatório publicado recentemente (Ver [Macrovisão: É tempo de reforçar o arcabouço fiscal](#)), sugerimos como alternativa uma redução do limite superior do crescimento real anual das despesas primárias de 2,5% para 1,5%, acompanhado de medidas subjacentes que deem consistência e credibilidade ao anúncio.

2.3. Avaliando a dinâmica de mercado

Decepções com anúncios recentes de ajustes fiscais levaram a uma forte elevação do prêmio de risco brasileiro, que foi acompanhada de uma forte desvalorização cambial (gráfico abaixo).

Medida ampla de risco país está mais elevada



Fonte: Bloomberg, Itaú

A decomposição do movimento do Real⁶ abaixo mostra, no entanto, que o câmbio respondeu positivamente à alta de juros (e, possivelmente, aos leilões recentes no mercado cambial). Mas este impulso foi mais do que compensado pelos efeitos negativos do cenário internacional de dólar forte e do prêmio de risco doméstico, que afetou todos os ativos brasileiros.

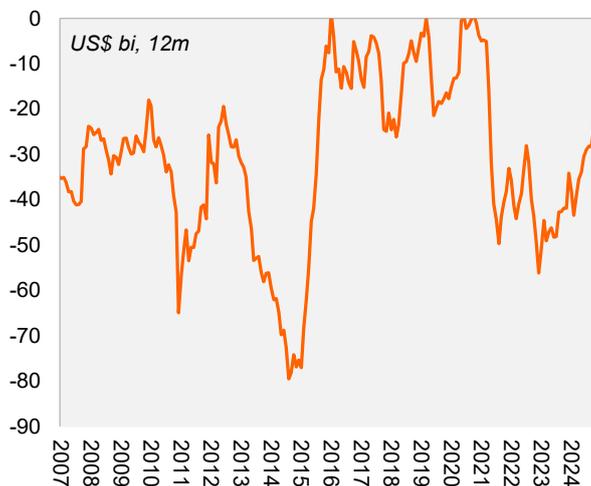
Decomposição do movimento do BRL



Fonte: Bloomberg, Itaú

Além disso, com dados até novembro, não houve sinais de fuga de capitais nas contas externas. De fato, fluxos recentes, embora negativos, são muito menos intensos do que em outros momentos recentes, especialmente o período 2014-2015 (gráfico abaixo). No entanto, em dezembro, os dados reportados de fluxo financeiro pelo BC indicaram saídas expressivas, ainda que não seja possível afirmar que são devido a uma saída estrutural de brasileiros.

Investimento brasileiro no exterior + Conta K



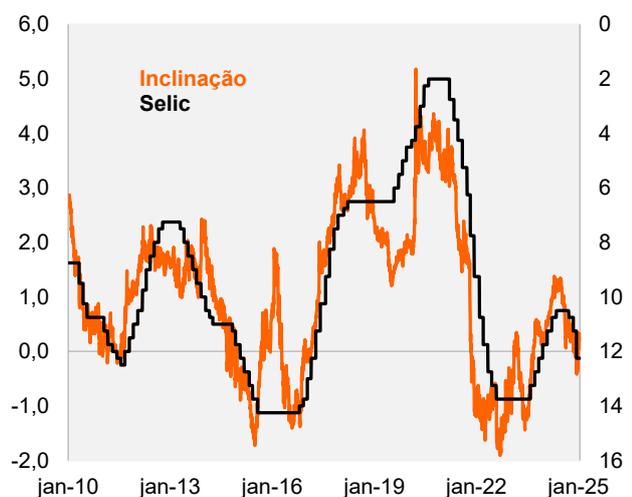
Fonte: BCB, Itaú

No mercado de juros, por sua vez, não há sinais de estresse significativo na inclinação da curva. Por outro lado, a inflação implícita, embora em patamares bem mais moderados do que em 2015-16, tem subido de forma acentuada recentemente. (gráficos abaixo).

⁶ Decomposição é calculada a partir do quanto a variação diária do BRL é explicada pelo movimento de outras moedas (Ativos Internacionais), pelo movimento de outros ativos brasileiros (Ativos Locais) e o quanto é decorrelacionada de outras moedas e/ou ativos, isto é, o erro do modelo (Outros Efeitos) que inclui fatores que afetam a dinâmica do BRL, mas não a dinâmica de outras moedas ou outros ativos brasileiros, como o diferencial de juros.

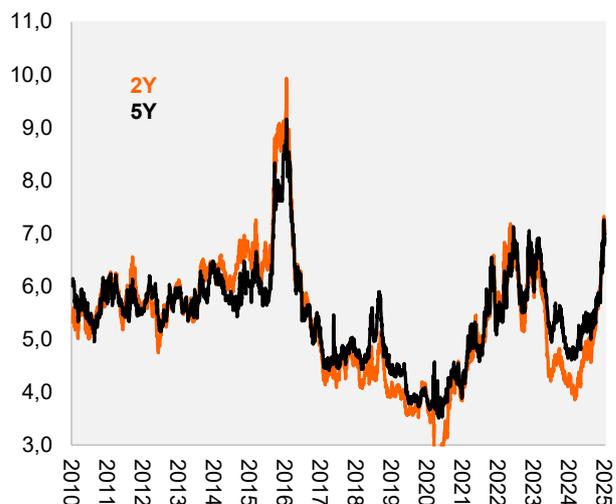
Curva de juros não está inclinada (como esteve em 2015); Inflação implícita com alta na ponta, mas abaixo de 2015-16

Inclinação da curva 1-5y e Selic



Fonte: Bloomberg, Itaú

Inflação implícita



Fonte: Bloomberg, Itaú

Em resumo, por um lado, não há sinais de um BC hesitante no combate à inflação, de inclinação da curva de juros e de que as altas da Selic estão contribuindo para a depreciação do câmbio. No entanto, a deterioração da credibilidade da trajetória fiscal foi significativa, contribuindo para uma alta do prêmio de risco e levando a um momento de estresse, que, embora menos acentuado do que o observado em 2015/16, está acompanhado de alta da inflação implícita e pode levar a uma saída mais clara de capitais. O fato da discussão sobre dominância seguir importante no debate público sugere que não estamos em plena normalidade. O quadro reforça a necessidade de medidas que levem a uma perspectiva mais equilibrada da dívida pública à frente.

Bibliografia

- BARRO, R. J., AND F. BIANCHI (2024): "Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020-2023," *NBER Working Paper 31838*.
- BLANCHARD, O. (2004): "Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil," *NBER Working Paper 10389*.
- COCHRANE, J. (2005): "Money as stock," *Journal of Monetary Economics*, 52, 501-528.
- LEEPER, E. M. (1991): "Equilibria under "active" and "passive" monetary and fiscal policies," *Journal of Monetary Economics*, 27, 129-147.
- LOYO, E. (1999): "Tight money paradox on the loose: a fiscalist hyperinflation," *mimeo, John F. Kennedy School of Government, Harvard University*.
- SARGENT, T. J., WALLACE, N. (1981): "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review Fall*.
- SMETS, F., AND R. WOUTERS (2024): "Fiscal backing, inflation and US business cycles," *mimeo*.
- WOODFORD, M. (1996): "Control of the public debt: a requirement for price stability?," *NBER Working Paper 5684*.

Fernando M. Gonçalves
Julia Gottlieb
Pedro Schneider
Thales Guimarães

Pesquisa macroeconômica – Itaú
Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba.com.br/itaubba-pt/analises-economicas>



**Acesse nossos conteúdos
no seu celular**

Informações Relevantes

1. Este relatório foi desenvolvido e publicado pelo Departamento de Pesquisa Macroeconômica do Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este relatório não é um produto do Departamento de Análise de Ações do Itaú Unibanco ou da Itaú Corretora de Valores S.A. e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 20, de 2021.
2. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que o relatório foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Entretanto, o Itaú Unibanco não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. O Itaú Unibanco não possui qualquer obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e informar o respectivo leitor.
3. As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.
4. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Itaú Unibanco. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos neste relatório encontram-se disponíveis mediante solicitação. O Itaú Unibanco e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza e tampouco se responsabilizará por quaisquer decisões, de investimento ou de outra, que forem tomadas com base nos dados aqui divulgados.

Observação Adicional: Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer cliente em particular. Os clientes precisam obter aconselhamento financeiro, legal, contábil, econômico, de crédito e de mercado individualmente, com base em seus objetivos e características pessoais antes de tomar qualquer decisão fundamentada na informação aqui contida. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste relatório e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

SAC Itaú: Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, fale com o SAC Itaú: 0800 728 0728. Ou entre em contato através do nosso portal <https://www.itaubba.com.br/atendimento-itaubba-para-voce/>. Caso não fique satisfeito com a solução apresentada, de posse do protocolo, contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos os dias, 24h, 0800 722 1722.