



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

FLÁVIO ARANTES DOS SANTOS

**A NOVA SÍNTESE NEOCLÁSSICA FRENTE À CRISE
ECONÔMICA MUNDIAL: A VOLTA DA POLÍTICA FISCAL?**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO APRESENTADA
AO INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP
PARA OBTENÇÃO DO TÍTULO DE MESTRE EM
CIÊNCIAS ECONÔMICAS.**

PROF. DR. ANTONIO CARLOS MACEDO E SILVA – ORIENTADOR

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL DA
DISSERTAÇÃO DEFENDIDA POR FLÁVIO ARANTES DOS
SANTOS E ORIENTADA PELO PROF. DR. ANTONIO
CARLOS MACEDO E SILVA**

A handwritten signature in black ink, which appears to read "Antonio Carlos Macedo e Silva", is written over a horizontal line. The signature is fluid and cursive.

CAMPINAS, 2011

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA POR
Maria Teodora Buoro Albertini – CRB8/2142 –
CEDOC/INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

Santos, Flávio Arantes dos, 1984-
Sa59c A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal?/ Flávio Arantes dos Santos. – Campinas, SP: [s.n.], 2011.

Orientador: Antonio Carlos Macedo e Silva.
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Nova síntese neoclássica. 2. Política fiscal. 3. Crise econômica. I. Silva, Antonio Carlos Macedo e, 1959-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

11-054-BIE

Informações para Biblioteca Digital

Título em Inglês: The new neoclassical synthesis in the light of the world economic crisis: the return of fiscal policy?

Palavras-chave em inglês:

New neoclassical synthesis

Fiscal policy

Economic crisis

Area de Concentração: Ciências Econômicas

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Antonio Carlos Macedo e Silva

Francisco Luiz Cazeiro Lopreato

Claudio Hamilton Matos dos Santos

Data da defesa: 31-08-2011

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

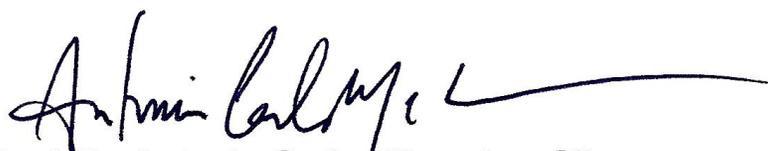
Dissertação de Mestrado

Aluno: **Flávio Arantes dos Santos**

“A Nova Síntese Neoclássica Frente à Crise Econômica Mundial: a Volta da Política Fiscal?”

Defendida em 31 / 08 / 2011

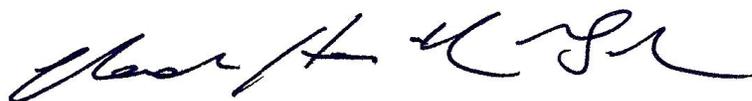
COMISSÃO JULGADORA



Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva
Instituto de Economia / UNICAMP



Prof. Dr. Francisco Luiz Cazeiro Lopreato
Instituto de Economia / UNICAMP



Prof. Dr. Claudio Hamilton Matos dos Santos
IPEA

*À minha mãe, uma sábia.
A meu pai, O exemplo.*

Agradecimentos

De todas as tentativas de escrever os agradecimentos, essa versão certamente não é a mais concisa e muito menos a mais completa. Tento mostrar aqui um pouco do que esse trabalho tem significado pra mim.

A conclusão dessa dissertação representa o fechamento de um grande ciclo na minha vida. Um ciclo de aprendizagem, conhecimento, descobertas e mudanças. Sim. Talvez “*mudanças*”, ou sua variável mais forte, “*transformações*”, seja a palavra-síntese desse meu processo, que começa com a vinda pra Campinas, em 2003, e se abre para novos horizontes, ainda não vislumbrados pela minha miopia, com a defesa de mestrado em 2011. Mesmo que na essência permaneça a mesma pessoa, que busca a liberdade e o simples, saio com grandes transformações no meu modo de pensar, agir, falar, ouvir, entender, acolher...

Durante todo esse processo, muito me foi dado. Em termos materiais, acadêmicos, intelectuais e, principalmente, afetivos. Sinto-me então agraciado e privilegiado em poder usar desse espaço para agradecer àqueles que contribuíram (e ainda contribuem) para esse meu processo de transformação. Espero que as poucas palavras consigam expressar a grandeza da minha gratidão por todos eles.

Em primeiro lugar agradeço à sociedade brasileira, em particular a paulista e, em especial, a parcela menos favorecida, por financiar todos esses anos do meu estudo. Espero que, com os frutos dele e da minha formação, possa ajudar a diminuir, mesmo que de maneira marginal, a desigualdade e a injustiça que vejo ao meu redor.

Agradeço aos programas de ajuda estudantil da Unicamp que, mesmo ainda com grandes problemas, foram fundamentais pra minha vinda a Campinas. Em particular sou muito grato ao Programa de Moradia Estudantil, cuja inexistência impossibilitaria toda minha graduação e ao Auxílio Alimentação, fundamental em boa parte dela.

Agradeço aos professores que tive na minha formação acadêmica. Cada um teve uma parcela importante na construção do meu modo de pensar, mas, sem cometer injustiças com os demais, gostaria de ressaltar a importância de ter tido aulas de Economia Política com o Prof. Nelson Prado e de Desenvolvimento Econômico com o Prof. Plininho. As duas disciplinas abriram sobremaneira o meu pensamento e a elas atribuo grande parcela da minha capacidade de análise crítica, ainda que deficiente, da sociedade ao meu redor.

Tenho grande gratidão pelo Prof. Antonio Carlos, meu orientador. Foi com ele que a vontade de estudar macroeconomia se despertou em mim e, no seu modo de pensar, trabalhar e refletir, vejo grande inspiração. Se não tivesse tido minha primeira aula de macroeconomia com o professor Antonio (“apenas” Macedo, à época), minha trajetória acadêmica teria sido totalmente diferente e, confio, bem menos interessante. Fiz todas as disciplinas que o professor se dispôs a lecionar à minha turma e, se pudesse, faria quaisquer outras que viesse a oferecer. Sua abertura, paciência e disposição em me ouvir sempre foram incentivos de valores incalculáveis. Agradeço também a sua preocupação e sensibilidade em acolher minhas aflições extra-acadêmicas. Sempre serei grato pela (além da orientação) grande amizade que ganhei.

Gratidão de igual magnitude tenho pelo Prof. Francisco Lopreato, membro da minha banca e com quem tive o prazer e privilégio de ser orientado por duas pesquisas de iniciação científica e na monografia. A ele devo, além do meu entusiasmo em estudar a área de finanças públicas e política fiscal, imensos ensinamentos, dentre os quais ressalto o de me mostrar como conduzir um pensamento segundo uma linha lógica de raciocínio, de acordo com um “fio condutor” e, a partir daí, botar as idéias no papel. O valor desse ensinamento é inestimável e só um verdadeiro mestre é capaz de transmitir. Quero também registrar aqui seu exemplo enquanto acadêmico que, mesmo com suas responsabilidades de pesquisador e professor, nunca deixou de interromper seu trabalho pra atender aos alunos e amigos na hora em estes precisavam. Sou extremamente grato por seu socorro nos meus momentos mais críticos. Também o admiro por deixar sempre claro que a vida tem muito trabalho, mas também tem a natação, que renova as energias.

Agradeço também ao Cláudio Hamilton, por aceitar de prontidão o convite em participar da banca e contribuir pra minha formação. Desde meu primeiro contato com ele sabia que gostaria que minha dissertação passasse por sua apreciação. Seu conhecimento, entusiasmo, disposição e capacidade de raciocínio são fontes de grande admiração da minha parte e, sempre que nos privilegia com suas vindas a Campinas, quem ganha somos sempre nós.

Ainda na minha formação acadêmica, agradeço à Profa. Adriana Nunes, pois, a partir de suas aulas e das suas teses pude me encantar com algo muitas vezes difícil de encontrar conjuntamente no meio acadêmico: conhecimento, clareza e simplicidade. Agradeço também sua paciência e disposição em ler várias versões da dissertação. Também agradeço ao Prof. André Biancareli pelo aceite em participar da minha banca de reingresso e pelo prazer que tive em

trabalhar ao seu lado no Cecon, na mesma época em que também “dividia bancada” com Prof. Cláudio Amitrano, ao qual também sou muito grato. Minha gratidão ao grupo do Cecon se estende ainda hoje, pelo privilégio de continuar participando das ricas discussões apenas devido ao vínculo afetivo. Agradeço mais uma vez ao André pelo entusiasmo e disposição em manter a frequência dos encontros e, ainda, ao Prof. Ricardo Carneiro, sempre fonte de grande conhecimento e por quem tenho, além de amizade, grande admiração. Minha gratidão ao Cecon tampouco seria completa se não me referisse à prontidão, competência e solicitude do Mário, que nunca se negou a prestar sua ajuda quando precisava. O mesmo vale também à Eliana, cujo convívio me proporcionou, além de ótimos momentos e lembranças, uma grande amizade!

No Instituto de Economia, a amizade foi meu principal ganho, o que me possibilitou trânsito livre em todos ambientes. Agradeço a todos os funcionários que sempre foram exemplos de profissionais e por quem cultivo enorme respeito e admiração. Em especial ao pessoal da Secretaria: D. Regina, “Seu”Alberto, D. Cida, Marinete, ao palmeirense Alex e ao são-paulino Régis e, no período mais recente, à Fátima e à Lorenza, por serem extremamente capazes de manter a excelência que sempre representou o trabalho desse grupo! Também sou grato à amizade que cultivo com o pessoal do xerox: ao Alemão, ponte-pretano que nunca devolve a seção de esportes do jornal à biblioteca, à Mariana e ao “Seu” Daniel, que muito me ajuda fora do meio acadêmico! Muito obrigado a cada um de vocês!

Como “extensão” do Instituto de Economia, também sou grato à oportunidade que tive de trabalhar com a Cássia, na Embrapa, e com o Prof. Geraldo Biasoto, na Fundap. Nesta instituição ganhei um grande amigo, professor, pesquisador e profissional de competência inigualável, Aurílio Caiado. O convívio e as inúmeras viagens que fiz ao seu lado no trajeto Campinas – São Paulo, além de extremamente divertidas, mesmo com o trânsito caótico e com os engarrafamentos, foram iluminadoras no processo de construção da dissertação e no meu pensamento enquanto profissional “semi-acadêmico”. Mais uma vez obrigado!

Fui agraciado com momentos e pessoas únicas durante toda a minha vida e, repito, o “aspecto” afetivo foi o principal premiado nesse ciclo atual.

Dessa forma, agradeço e reverencio a energia superior que mantém todo esse mistério de vida em funcionamento. Àquela energia que se faz matéria e nos mantém sempre em interação, que possibilita encontros, descobertas e transformações... Alguns chamam de Deus, outros não. Eu chamo de Amor e, quando chamo de Deus, por herança religiosa, me conforto em

saber que é o mesmo de Abraão, Isaac e Jacó... e o mesmo de Muhammad. Agradeço por ser a fonte maior de tudo o que recebi e por manter sempre em mim o desejo por sempre mais Amor...

Agradeço então, a meus pais, Valter e Rosângela, a maior expressão desse Amor que me rodeia. Mesmo entendendo muito pouco sobre minhas escolhas, nunca deixaram de me apoiar e guiar no caminho maior da minha existência. Nada que eu tenha recebido ou venha a receber se compara ao exemplo, simplicidade, sabedoria e amor de cada um dos dois por mim e pela nossa família. Maior título que recebi sempre será o de filho desse casal. Agradeço também à Natália, minha irmã, pela abertura e tentativas de aproximação, mesmo que da minha parte ainda haja alguma resistência.

Agradeço ao Gui, que de todos os anos de convivência, tornou-se afetivamente mais do que um consangüíneo. Obrigado por ser um irmão mais novo, por aturar todas as ranhetices do rabugento aqui e por acompanhar, pacientemente, todo o meu processo de transformação. Muito obrigado... mesmo!

Agradeço também aos meus amigos-irmãos, que ganhei antes e durante a graduação. À Tati, que trilhou seu caminho junto comigo desde sempre, mesmo que por muito pouco, fisicamente lado a lado... agradeço pelos diálogos, paciência, acolhida e carinho que sempre me encantaram. Ao Berto, grande mentor e incentivador, agradeço à instigação que seu pensamento sempre suscitou no meu, às conversas profundas e irreverentes, às inquietações que nunca nos fazem parar. À Renata, grande parceira das descobertas e desafios do início da graduação e amizade constante por todo esse tempo. À Carol, minha referência às minhas origens num mundo completamente novo ao meu redor, minha semelhante, por quem guardo amor fraterno indescritível. Ao Natal, pela amizade e por partilhar, me mostrar e descobrir comigo, várias formas de se encarar esse mistério que somos nós mesmos. Ao André, por sempre ter a melhor resposta pra todas as minhas angústias: “Relaxa, Flávião!”. Ao Brunão, por ser sempre fonte de alegria e, mesmo (e principalmente) nos problemas, mostrar o jeito tranqüilo de se lidar com a vida.

Ao Jota e Thadeu, meus mestres do dia a dia, agradeço à amizade, paciência e abertura comigo. Só o convívio acadêmico com os dois já teria sido fonte de imensa gratidão. A amizade mantida até hoje confirma o quanto sou privilegiado.

Agradeço à amizade que mantenho com o Felipe (Brasília), e por todas as risadas que me proporcionou ao morar com ele na moradia. Também lá tive o prazer de morar com Paulo

Vieira, Lucas e Kaio, sempre muito dispostos a discutir os problemas da sociedade e com os quais aprendi muito! Ainda sou grato ao respeito e paciência mútua que mantive ao conviver com outras pessoas únicas, que ajudaram em muito minha (trans)formação extra-acadêmica: Benjamin (o neozelandês mais brasileiro do mundo), Lucão, Helder, Karina, Adriana e Felipe (de-faria), com o qual o laço de amizade se fortaleceu e estendeu para a Rosana e o pequeno Luã.

Mesmo que soe estranho sou feliz por ter sido grande companheiro e amigo da Zuca e por ter a Margot sob minha responsabilidade. Não há nada na razão humana que consiga explicar o entendimento e a gratuidade que os animais têm por aqueles que os ama.

Sou grato também aos amigos de mestrado, Luciana, Fernando, Pedrinho e Jeff, com quem partilhei o convívio mais de perto; ao Lauten e Diego, que me acompanham desde a graduação; ao Fred, que mesmo não estando sempre em Campinas, se mostrou muito presente no mestrado e com a turma; ao Ricardo, Paulo e Vitor, por sempre nos presentear com a diversidade de discussão.

Também agradeço aos meus grandes amigos do Jiu-Jitsu: Peiper, Bunecão, Broz, Jackie e Marcião, sempre liderados pelo Lucião. Sou extremamente grato a esse esporte, por manter minha mente sã, mesmo que o corpo sofra às vezes, e por ter me presenteado com essas pessoas incríveis!

Também por ajudar em muito meu processo de transformação e, principalmente de auto-conhecimento, sou grato à Rosely, minha psicóloga, que sempre consegue fazer com que eu enxergue o (meu próprio) caminho a seguir.

Por fim, agradeço à Ju, por ser FRUTO, FONTE, PRESENTE e CONFIRMAÇÃO desse Amor maior que me rodeia! PAZ, VIDA e LIBERDADE! E o desejo por ser sempre mais... Muito obrigado! Sempre...

“Gracias a la vida que me ha dado tanto...”

Resumo

Este trabalho examina a convergência que o pensamento macroeconômico *mainstream* tem vivenciado há pelo menos duas décadas. Novos Clássicos e Novos Keynesianos passaram a dividir as mesmas premissas teóricas e a propor os mesmos tipos de política econômica, formando um consenso ao qual se convencionou chamar de Nova Síntese Neoclássica ou Novo Consenso em Macroeconomia. A principal expressão do Novo Consenso é execução da política monetária, na forma do ajuste da taxa de juros de referência da economia, enquanto único instrumento de política macroeconômica. Nesse processo, a política fiscal é deixada em segundo plano, sem o papel ativo de política de ajuste, e com o objetivo de manter a estabilidade da dívida pública, no intuito de garantir os “fundamentos da economia”. Entretanto, com a crise econômica de 2008, a política fiscal volta à tona tanto no ajuste macroeconômico quanto no debate acadêmico *mainstream*. Neste sentido, o trabalho também examina em que medida o episódio da crise representa uma mudança no pensamento macroeconômico dominante atual com relação ao papel da política fiscal.

Palavras chave: Nova Síntese Neoclássica, Novo Consenso em Macroeconomia, Política Fiscal, Crise Econômica.

Abstract

This thesis examines the convergence mainstream macroeconomics thought experienced in the last two decades. New Classicals and New Keynesians have been sharing the same theoretical assumptions and proposing the same kind of economic policy in a consensus which has been called New Neoclassical Synthesis or New Macroeconomics Consensus. The main characteristic of the New Consensus is the execution of monetary policy, by adjusting the benchmark interest rate, as the only macroeconomic policy tool. In this process, fiscal policy is set aside, concerned only with keeping public debt in a stable path to ensure the “economic fundamentals”, but with no active role on macroeconomic adjustment policy. However, with 2008 global economic crisis, fiscal policy comes back to the mainstream policy and academic debates. Therefore, this thesis also examines in which sense the crisis presents a change in the prevailing macroeconomic thought with respect to fiscal policy.

Key words: New Neoclassical Synthesis, New Macroeconomics Consensus, Fiscal Policy, Economic Crisis.

Introdução Geral	1
I – A Nova Síntese Neoclássica e o Consenso sobre a Política Monetária	13
Introdução.....	13
1.1 – As Raízes da Nova Síntese Neoclássica	14
1.2 – A Nova Síntese Neoclássica	23
1.3 – O Modelo Padrão da Nova Síntese Neoclássica.....	30
1.4 – O Consenso sobre a Política Monetária baseada no ajuste da Taxa de Juros.....	36
1.4.1 – A Justificativa Teórica.....	37
1.4.2 – A “Justificativa Empírica”: Influência do Fed para o consenso em torno da política monetária	41
1.5 – Críticas à efetividade da Política Monetária: A ineficiência da taxa de juros	45
Considerações finais	50
II – A Política Fiscal em Perspectiva teórico-histórica: as peculiaridades da Nova Síntese Neoclássica.....	51
Introdução.....	51
2.1 – O preterimento da Política Fiscal em favor da Política Monetária.....	53
2.1.1 – Argumentos teóricos.....	54
2.1.2 - Argumentos não-teóricos	59
2.2 – A Política Fiscal na Nova Síntese Neoclássica	65
2.2.1 – A mudança Teórico-Histórica da Política Fiscal: do ativismo à sustentação dos fundamentos.	67
2.2.1.1 - De como “ <i>era</i> ” a como “ <i>ficou</i> ”: mudanças no controle da política fiscal.....	69
2.2.1.2 – Estabilidade: a sustentabilidade fiscal como pilar do regime macroeconômico	70
2.3 – Interação entre as Políticas Monetária e Fiscal	75
2.3.1 – Dominância Fiscal	79
2.3.2 - Teoria Fiscal do Nível de Preços.....	80
2.4 – A retomada do papel ativo para a política fiscal pelo mainstream?	85
2.5 – A defesa da Política Fiscal: uma alternativa crítica ao Novo Consenso	96
Considerações finais	101

III – A Crise Financeira de 2008: Impactos na visão do Novo Consenso sobre a Política Fiscal.....	103
Introdução: a Crise de 2008 e o Desafio Teórico.....	103
3.1 – O Reconhecimento Geral	109
3.2 – O Chamado da Crise: Política Monetária Não-Convencional	114
3.3 – O Chamado da Crise: a Política Fiscal Discricionária.....	118
3.4 – As Propostas de Política Fiscal: Conflitos	123
3.4.1 – Dinâmica e Composição dos Estímulos Fiscais: uma visão geral	132
3.5 – Os Multiplicadores Fiscais: Discussões	135
3.6 – Estabilizadores Automáticos: As Proximidades de um Consenso.....	142
3.7 – Resultados Fiscais da Crise: o Fortalecimento da Visão Convencional?	147
Considerações Finais.....	152
IV - Considerações finais e algumas perspectivas.....	159
Bibliografia	169

Introdução Geral

Recentemente o mundo tem sofrido uma sucessão de eventos dramáticos no âmbito econômico. À crise financeira de 2008, iniciada com a crise nos mercados “*subprime*” dos EUA e a conseqüente quebra nos mercados de créditos, é atribuída boa parte da explicação da recessão econômica ocorrida em escala quase global. Muitos argumentam que esse é o momento de um profundo repensar tanto na academia quanto nos órgãos que formulam as políticas. Todo esse processo implica numa discussão ampla que deve ocorrer na macroeconomia como um todo.

A macroeconomia pode ser considerada uma disciplina de desenvolvimento particularmente dinâmico e conflituoso. É bem provável que isso se deva à sua essência: por um lado, o pensamento macroeconômico pode ser entendido como a tentativa de expressão da “economia real” em suas variáveis agregadas e das relações que elas estabelecem entre si; por outro lado, também é uma área do conhecimento que pode se reproduzir apenas no campo teórico, se afastando completamente da realidade que pretende explicar. Tanto uma quanto outra forma (ou as muitas outras tentativas) de enxergar a macroeconomia pode carregar contradições ou conflitos internos que são explicitados pelas visões divergentes. Quando duas ou mais formas de entender a dinâmica econômica se desenvolvem concomitantemente, o processo sempre resulta em discussões, debates e reformulações da teoria. Mas, como a história do pensamento econômico nos mostra, algumas vezes, por mais contraditório que possa parecer, o debate pode gerar congruências, aceitações de conceitos antes criticados e convergências entre os mais distintos ramos.

Considerando o nascimento da disciplina a partir da publicação da *Teoria Geral* de Keynes, podemos perceber que, com o passar dos anos, muito se debateu: a teoria se “dividiu”, desenvolvendo visões que ora se afastaram mais, ora se aproximaram mais das interpretações sobre o funcionamento da economia e das propostas de intervenções (na mesma) que estavam presentes nessa obra. Neste sentido, não é muito difícil encontrar nos artigos acadêmicos aqueles que entendem que a macroeconomia sempre foi vista, ou pelo menos em boa parte do tempo é vista, como um campo do conhecimento que está sempre em conflito ou, queiram os mais

moderados, que sempre apresenta uma ampla gama de visões sobre um mesmo tema – muitas das vezes bem contraditórias¹.

Como é amplamente conhecido, no período de reconstrução da economia no pós guerra, o campo da macroeconomia foi dominado basicamente pelos adeptos da interpretação “ortodoxa” da *Teoria Geral*, atribuída ao modelo proposto por Hicks (1937). O modelo IS-LM, como se convencionou chamar, foi o modelo básico utilizado para a teorização macroeconômica a partir de então e reinou, sem grandes questionamentos, como instrumento de suporte à condução das políticas econômicas até meados dos anos 1960.

Neste tipo de modelo, como é sabido, o intuito é corrigir as falhas de demanda agregada por meio de políticas ativas que ajudem a garantir o ajuste do produto (e/ou emprego) quando a economia, por si, não consegue voltar a uma situação de equilíbrio ou quando isso só ocorreria após um longo tempo, com custos em termos de bem estar econômico. Na condução da demanda agregada, tanto a política monetária quanto a política fiscal têm papel significativo no modelo e ambas, em circunstâncias normais, podem ser usadas para influenciar o nível de produto e emprego da economia – a eficiência de cada uma delas depende dos parâmetros estruturais do modelo ou, de outra forma, das inclinações de cada uma das curvas (IS e LM).

Entretanto, no “keynesianismo” do pós-guerra, chamado de Síntese Neoclássica, alguns autores afirmam² que a política fiscal costumava ser preferida à política monetária, e era vista como a principal ferramenta de estabilização macroeconômica. Além da sua atuação direta enquanto elemento da demanda agregada, uma das razões para se considerar a política fiscal mais eficiente era a instabilidade associada à demanda por moeda, refletida na variação da taxa de juros do lado da política monetária. Um dos argumentos presente na Síntese Neoclássica era que a taxa de juros não seria particularmente vista como capaz de alterar a demanda agregada e deveria ser mantida em níveis baixos para incentivar o investimento – em situações de superaquecimento da atividade (possibilidade de emprego além do nível de pleno emprego e ameaças inflacionárias), os controles de créditos deveriam ser empregados para restringir a demanda.

Ao mesmo tempo, como é de conhecimento geral, no período em que a Síntese Neoclássica se configurava como a teoria *mainstream*, acreditava-se na existência de um “trade-

¹ Como afirmam Goodfriend e King (1997, p. 2): “It is common for macroeconomics to be portrayed as a field intellectual disarray, with major and persistence disagreements about methodology and substance between competing camps of researchers”.

² Como, por exemplo, Snowdon e Vane (2005) e Bean (2007).

off” entre inflação e desemprego a ser explorado pelos formuladores de políticas – teoria sustentada principalmente devido ao trabalho pioneiro de Phillips (1958). Os governos poderiam diminuir o desemprego, atuando com políticas de incentivo à demanda, se fossem capazes de tolerar taxas de inflação mais altas. Se as pressões sobre a demanda se transformassem numa espiral inflacionária, que comprometesse setores como o balanço de pagamentos, as políticas de rendas (como o controle de crédito) deveriam ser usadas para contê-la.

Neste sentido, os teóricos e formuladores de políticas da Síntese Neoclássica viam a necessidade de ajuste ativo da demanda agregada. Neste ajuste, a política monetária teria o papel permissivo de garantir as iniciativas do lado da política fiscal, pois mesmo aquela sendo vista como uma ferramenta útil, era considerada mal ajustada para os objetivos de controlar a inflação ou realizar política de estabilização (Goodfriend e King, 1997). De fato, um dos argumentos era que, na teoria, a política monetária poderia controlar a inflação, mas como esta se relacionava a fatores psicológicos e ao momento que a economia vivia, a política poderia ter apenas um efeito marginal e gradual sobre a variação dos preços. Além disso, como seus efeitos poderiam criar distorções entre os setores da economia, a política fiscal se mostrava como instrumento mais apropriado para controlar os ciclos.

Entretanto, no final dos anos 1960, a crítica monetarista à Síntese Neoclássica iniciou uma mudança profunda no pensamento acadêmico ortodoxo. Por um lado, estava Friedman (1968), que argumentava que não havia nenhum “*trade-off*” estável entre inflação e desemprego e que introduzia o conceito de taxa natural de desemprego. Segundo esse conceito, a taxa de desemprego é determinada pelas condições estruturais do mercado de trabalho, de maneira que, independentemente do nível de inflação da economia, o equilíbrio entre oferta e demanda no mercado de trabalho é único³. De outro lado, estavam trabalhos como o de Lucas (1973), que desenvolveu a fundamentação microeconômica para demonstrar a curva de Phillips e reforçar a idéia de que, no longo prazo, não há “*trade-off*” entre inflação e desemprego e que qualquer tentativa de explorar algum “*trade-off*” aparente no curto prazo se transformaria em maior inflação no futuro.

Eventos reais contribuíram para essa proposição, uma vez que durante os anos 1970, a inflação aumentou concomitantemente com o aumento no desemprego:

³ Os aumentos no nível de emprego, pela exploração do “*trade-off*” com a inflação, apenas geram maiores níveis de inflação, sem conseqüências permanentes no emprego, uma vez que cedo ou tarde, o desemprego volta à sua taxa natural. Ver também Phelps (1967).

The acceleration of inflation in 1974 in the developed count[r]ies in the wake of the first oil shock, the failure of income policies to bottle up inflationary pressures and the accompanying rising in unemployment contradicted the assumption of a stable unemployment-inflation trade-off and suggested that something was serious amiss with the conventional wisdom (Bean, 2007, p. 168).

Essa combinação de falha empírica e nova estrutura intelectual apontou para a necessidade de uma nova abordagem de política. Com a inflação agora vista como um fenômeno monetário, ao invés de real, a importância do controle da demanda nominal, ao invés da real, se moveu para o centro do debate⁴.

As controvérsias entre a Síntese Neoclássica e o Monetarismo giravam em torno tanto do peso que cada escola dava a um mecanismo da dinâmica econômica em particular, quanto com relação às propostas de políticas que cada uma propunha. Os keynesianos da Síntese analisavam as flutuações na atividade econômica como fruto das variações na demanda agregada e como passíveis de serem corrigidas pelos efeitos de curto prazo de políticas governamentais alternativas. Já os monetaristas voltavam à defesa da dicotomia entre lado real e nominal da economia, propondo regras de condução para as políticas, no sentido de bem informar os agentes econômicos. As políticas discricionárias, principalmente a fiscal, levariam, por inúmeros motivos, ao desequilíbrio da economia.

Entretanto, Lucas (1973), com a hipótese das expectativas racionais, parece encerrar a discussão, questionando os fundamentos da Síntese e propondo uma alternativa de política: dada a racionalidade dos agentes e a dicotomia entre fatores reais e nominais, a autoridade monetária deve evitar grandes choques monetários na economia. Subscrevendo a proposta de Milton Friedman, o autor reafirma que a política monetária deveria se basear numa regra na qual a quantidade de moeda crescesse a uma taxa constante e suficiente para acomodar a tendência de crescimento da renda. Nesse sentido, a procura de uma âncora nominal para acompanhar o crescimento da demanda agregada levou à adoção do controle dos agregados monetários por parte das autoridades governamentais. Mas, como este se mostrou um instrumento não confiável para a condução da política devido à incerteza com relação à velocidade de circulação da moeda,

⁴ Segundo Mankiw (1990), apenas quando consideramos a falha teórica da curva de Phillips da Síntese Neoclássica juntamente com o suporte empírico dos acontecimentos da década de 1970 é que podemos mostrar a quebra desse consenso de que as políticas ativas no controle da demanda agregada conseguiriam os resultados almejados.

com o passar do tempo se viu na taxa de juros a âncora desejada⁵. Atualmente, o consenso que existe no *mainstream* gira em torno do ajuste da taxa de juros de referência da economia como forma de política monetária.

Dessa forma, o objetivo dessa dissertação é duplo. Pretendemos mostrar, em primeiro lugar, que nas últimas duas décadas há uma forte convergência teórica entre as principais correntes do pensamento econômico *mainstream* e um consenso significativo no que diz respeito às propostas de política econômica⁶. Nesse consenso, há a defesa da política monetária enquanto política de estabilização econômica e praticamente nenhum papel ativo é atribuído à política fiscal para o mesmo objetivo. Nosso segundo objetivo é mostrar que os acontecimentos inerentes à crise de 2008 tiveram impacto nas estruturas desse consenso e, mesmo que possam ser considerados marginais, conseguiram abrir espaço para a discussão ampla de elementos capitais da disciplina macroeconômica. Dentre as discussões proporcionadas pelo episódio, pretendemos destacar em que medida as convicções a respeito da política fiscal sofreram alterações na visão do *mainstream*.

No primeiro capítulo propomos a caracterização da convergência do pensamento em macroeconomia que se convencionou chamar de Novo Consenso em Macroeconomia ou Nova Síntese Neoclássica. Nesse intuito, em primeiro lugar, descrevemos de maneira sucinta as escolas do pensamento macroeconômico que fundamentam o consenso, ou seja, mostramos as principais características dos Novos Clássicos e dos Novos Keynesianos.

Como será mostrado, e como é de conhecimento de muitos, essas escolas possuem agendas de pesquisas bastante diferentes, o que lhes rendeu um intenso debate ideológico-metodológico durante os anos 1980. Argumentamos que, com o passar dos anos e da discussão acalorada, começa a haver uma convergência tanto na teoria quanto nas propostas de políticas, de maneira que ambas as escolas passam a partilhar da mesma estrutura teórica e a discutir as propostas sobre as mesmas bases.

Argumentamos também que a maior expressão do consenso refere-se ao papel da política monetária enquanto política de estabilização e controle da economia. Segundo a proposta de política, a taxa de juros de referência da economia deve ser ajustada de maneira a garantir a

⁵ Os exemplos mal-sucedidos com relação ao controle dos agregados monetários se referem principalmente à Inglaterra no governo Thatcher e aos EUA durante a era Volcker. Mesmo que alguns reconheçam que este último tenha sido eficaz no controle da inflação, a instabilidade da velocidade de circulação da moeda deixava os agregados monetários menos capazes de se mostrarem como o piloto automático que seus proponentes esperavam (Bean 2007).

⁶ A literatura aqui utilizada argumenta que semelhante convergência no campo não ocorria desde a Síntese do pós-guerra.

estabilidade inflacionária, de acordo com uma meta determinada, e o produto agregado próximo ao seu nível potencial, determinado pelas condições estruturais dos mercados de bens e de trabalho. A relação entre juros, inflação e produto é determinada pelo modelo básico, de três equações, utilizado pela Nova Síntese: uma curva do “tipo IS”, uma “curva de Phillips” e uma “regra de Taylor” para a condução da política monetária.

Além da justificativa teórica, expressa no modelo padrão e fundamentada em conceitos-chave da discussão, mostramos que o consenso em torno da política monetária também se valeu de forte evidência empírica, retratada na experiência relativamente bem sucedida dos bancos centrais em combater a inflação de acordo com as propostas da academia. Damos atenção especial ao caso do Banco Central dos EUA para ilustrar esse argumento.

Na parte final do capítulo, mostramos que tanto os princípios sobre os quais o modelo é formulado quanto a conseqüente proposta de política são passíveis de crítica. Nesse ponto, questionamos a capacidade de a política monetária, na forma de ajuste na taxa de juros, atuar como único instrumento de política econômica. Ressaltamos que, da maneira como a teoria é desenvolvida, a política monetária nestes termos pode ser ineficiente. Entendemos que uma abordagem mais ampla a respeito das falhas do consenso deve passar necessariamente pela discussão da política fiscal.

A política fiscal é, portanto, o tema do segundo capítulo, cuja discussão será dividida basicamente em cinco grandes blocos. Partindo da constatação de que no Novo Consenso pouco se fala a respeito desta política enquanto ferramenta de estabilização econômica, tentamos mostrar, no primeiro bloco, o processo que resultou na queda da importância a ela atribuída e o conseqüente aumento da utilização da política monetária enquanto política econômica. Para isso, apresentamos os argumentos teóricos e empíricos utilizados pela Nova Síntese para justificar o processo. Dentre os principais argumentos se destacam: equivalência ricardiana, inconsistência intertemporal, distorção das políticas, ineficiência do setor público, interesses políticos e não econômicos relacionados à política fiscal, entre outros.

Seguindo a discussão, no segundo bloco faremos um esforço de caracterização de como o Novo Consenso enxerga a política fiscal. Para isso, mostraremos a mudança teórico-histórica do seu papel, que passou do ativismo no ajuste na demanda agregada à implementação de ações que mantenham as contas públicas em equilíbrio, garantindo os fundamentos da economia para que o mercado, por si, possa se ajustar. Neste sentido, apresentamos as mudanças

na concepção e execução da política fiscal para afirmarmos que esta política perde o papel primordial que tinha no pós-guerra – o poder discricionário para estabilização do produto – e é preterida em relação à política monetária para tal. Entretanto, conforme veremos, mesmo que não seja defendida enquanto política de ajuste macroeconômico, a política fiscal tem um papel essencial na garantia da estabilidade sistêmica, por meio da promoção da sustentabilidade da dívida pública. Dessa forma, afirmamos que a política fiscal acaba se tornando o pilar do regime macroeconômico.

Já no terceiro bloco do capítulo, mostraremos que, permeando a discussão entre o ativismo da política monetária e a atuação da política fiscal enquanto base do regime macroeconômico está o debate sobre a maneira pela qual ocorre a interação entre ambas. Nossa argumentação é de que a Nova Síntese defende que os objetivos de estabilidade dos preços e do produto da política macroeconômica são alcançados apenas quando determinadas relações são estabelecidas entre a política fiscal e a monetária. As discussões a esse respeito se baseiam em conceitos trazidos da teoria microeconômica, principalmente da teoria dos jogos. Dentre as possíveis interações previstas, duas em especial, que podemos afirmar que possuem um caráter “mais macroeconômico” ganharam destaque: a Dominância Fiscal e a Teoria Fiscal do Nível de Preços. Por esse motivo, ambas serão analisadas de maneira mais detalhada nesse bloco.

Mesmo que o Novo Consenso tenha dedicado papel secundário à política fiscal enquanto política de estabilização econômica, também ressaltamos que no *mainstream*, nos anos recentes, algumas vozes começam a alertar para os possíveis casos em que a política monetária não consegue lidar com os objetivos macroeconômicos e em que se deve recorrer à atuação da política fiscal. A maioria deles se refere às situações em que a taxa de juros atinge patamares tão baixos que seu ajuste não tem qualquer efeito sobre a demanda agregada. Dessa forma, no quarto bloco do capítulo mostraremos como o atual *mainstream*, no início dos anos 2000, começa a entender as ocasiões em que a política fiscal pode ser usada como política de estabilização e de que maneira isso pode ocorrer. Além dessa apresentação, nossa intenção é levantar os argumentos desta onda recente em favor da política fiscal para que também sirvam de comparação com as proposições para esta política que os acontecimentos e as características da crise internacional de 2008 proporcionaram.

Antes, contudo, de abordarmos a crise internacional e suas conseqüências iniciais sobre o pensamento a respeito da política econômica do *mainstream* – em particular o caso da

política fiscal – faremos uma consideração crítica do modelo utilizado pelos teóricos da Nova Síntese. Como argumentaremos no último bloco do segundo capítulo, mesmo que se usem as estruturas básicas do modelo, não há nada que impeça, em termos teóricos, a utilização da política fiscal enquanto política de ajuste macroeconômico. Em princípio, é possível fazer alterações no modelo padrão da Nova Síntese que permitam que a política fiscal tenha o mesmo status da política monetária enquanto política de estabilização econômica. Após a apresentação de uma alternativa crítica à visão de política econômica do Novo Consenso, faremos algumas considerações sobre o capítulo.

No trabalho aqui proposto, partimos da hipótese de que a crise financeira de 2008 é um marco para o desenvolvimento da teoria macroeconômica, principalmente no que se refere à revisão do pensamento do Novo Consenso. Assim, no terceiro capítulo tentaremos mostrar o reconhecimento, por parte do *mainstream*, das falhas inerentes à teoria desenvolvida até então, evidenciadas pela crise, bem como a discussão teórica proporcionada pelos desdobramentos desse episódio. Acreditamos que os impactos iniciais da crise de 2008 já foram suficientes para proporcionar mudanças gerais com relação ao tipo de política econômica concebida no período anterior ao seu estouro. Nosso argumento é que, mesmo que a maior parte das considerações diga respeito ao maior controle e supervisão dos mercados financeiros e dos mecanismos de alavancagem (excessiva) do sistema de crédito, também houve algumas mudanças na execução e concepção da política fiscal.

Nesse sentido, a discussão limita-se aos aspectos de política econômica e, mais especificamente, àqueles referentes à política fiscal, excluindo, portanto, uma abordagem mais aprofundada a respeito da política monetária e financeira. Acreditamos que, nesses dois aspectos, muito já vinha sendo discutido e que a crise criou uma explosão de trabalhos a respeito de cada um dos temas, bem como (e principalmente) da interação entre ambos – vide, por exemplo, a frequência e a intensidade em que as idéias de Hyman Minsky voltaram ao debate após o estouro da crise financeira. Entretanto, a discussão em torno da política fiscal é ainda dispersa e, em grande sentido, desconexa. Dessa forma, o capítulo também fornece uma tentativa de organização, mesmo que muito inicial, do debate a respeito desta política.

Assim, além do reconhecimento geral, pelos autores do *mainstream*, das falhas na forma de conduzir a política econômica, apresentados no primeiro tópico do capítulo, mostramos também que a crise não só questionou a unicidade da política monetária enquanto política de

estabilização como requereu alternativas ao ajuste na taxa de juros enquanto instrumento de política. Na tentativa de conter a instabilidade econômica causada pela quebra no sistema financeiro, houve tanto o chamado quanto a própria execução de políticas monetárias não-convencionais, como retratamos no segundo tópico do capítulo.

Como tanto a política convencional de ajuste dos juros quanto as alternativas não-convencionais da política monetária foram insuficientes para frear o contágio da crise financeira sobre a economia real, e como muitos países estavam a caminho da recessão profunda, os chamados passaram também à necessidade de execução de medidas fiscais ativas, no intuito de evitar um aprofundamento ainda maior na queda do produto. Como veremos no terceiro tópico do capítulo, dada a escala dos efeitos da crise financeira sobre a economia real, grandes pacotes de estímulo fiscal não foram apenas requeridos, mas de fato executados ao redor do mundo.

O chamado praticamente global em favor de medidas fiscais reacendeu o debate em torno da política, na sua forma de ajuste (socorro, na realidade) da demanda agregada e na tentativa de estabilização macroeconômica – o que em muito difere do papel a ela atribuído pelo *mainstream* até então. Dada a urgência das medidas e a inexistência de uma discussão sistematizada previamente a respeito da política fiscal discricionária no Novo Consenso, houve pouco tempo entre a colocação do debate e a execução das propostas, gerando conflitos em ambos os aspectos, como mostramos na seqüência do capítulo.

Boa parte dos esforços no sentido de discutir a eficiência e o impacto das medidas fiscais se traduziu numa série de trabalhos que pretendem determinar a magnitude do multiplicador fiscal. Como mostramos no quinto tópico do capítulo, esse é um tema ainda de bastante divergência entre os teóricos, uma vez que as considerações variam muito, desde a concepção dos pressupostos para a modelagem até, por conseqüência, os resultados obtidos. Mesmo que exista um relativo consenso a respeito da utilização dos modelos DSGE novo-keynesianos no *mainstream*, ainda é preciso estreitar os limites da discussão neste aspecto e ampliá-la além da discussão metodológica.

Tal divergência é praticamente ausente no que diz respeito aos estabilizadores automáticos, outro ponto da discussão atual do *mainstream* sobre a política fiscal. Como veremos na seqüência do capítulo, enquanto alguns autores ainda procuram o aperfeiçoamento dos mecanismos tradicionais, o debate parece convergir para o estabelecimento de uma sorte de estabilizadores fiscais que levem em consideração, além das respostas automáticas ao movimento

do produto, um componente discricionário, cuja ação seja impulsionada pela ultrapassagem de um nível pré-determinado para uma variável escolhida, que represente as condições econômicas gerais. De acordo com a proposta, quando produto, desemprego ou outra variável atingir um limite pré-estabelecido pelos formuladores de política, o gatilho das medidas discricionárias é ativado e as ações discricionárias passam a ajudar os estabilizadores automáticos convencionais. De acordo com os proponentes, essa é uma forma de automatizar as ações fiscais, sempre que necessário. Contudo, a variável a ser considerada para o gatilho ainda é algo a ser determinado.

Por fim, mostramos também que outra área de relativo consenso na discussão da política fiscal atual no *mainstream* se refere à preocupação (sempre constante) com relação à sustentabilidade das contas públicas. Como os pacotes fiscais ao redor do mundo elevaram o nível de endividamento público dos países, os debates não deixaram de considerar medidas de ajuste fiscal para evitar os problemas relacionados a esse aumento. A consolidação fiscal, cuja defesa inicia-se ainda durante o pico da crise, leva em consideração o fato de que os países que dispunham de maior espaço fiscal para execução das medidas durante a crise conseguiram executá-las sem maiores complicações sobre a dívida pública do que aqueles que entraram na crise já com problemas de alto endividamento e dificuldades de financiamento. O argumento que pretendemos destacar é que a defesa do ajuste fiscal por parte do Novo Consenso é, em certo sentido, renovada: além dos autores reconhecerem que cada país deve executá-lo de acordo com suas características particulares e no tempo que for necessário para não comprometer a recuperação, também levam em consideração que o ajuste deve ser feito para garantir raio de manobra para ações de política fiscal discricionária quando esta for requerida no futuro. A diferença que notamos é que, mesmo que ainda se coloquem as questões do nível de endividamento público sobre as decisões dos agentes privados, a busca da sustentabilidade das contas públicas parece não ser vista apenas como garantia dos fundamentos da economia, mas também como garantia da própria execução de medidas discricionárias – ainda que de socorro às situações adversas – no futuro.

Após a discussão a respeito do que acreditamos ser uma nova maneira de enxergar a sustentabilidade das contas públicas, passamos às considerações finais do capítulo, em que ressaltamos as características que julgamos ser expressão de uma relativa mudança na visão de política fiscal para o Novo Consenso.

Finalizando o esforço aqui despendido, faremos considerações finais sobre o trabalho a título de conclusão.

I – A Nova Síntese Neoclássica e o Consenso sobre a Política Monetária

Introdução

Este primeiro capítulo tem o objetivo de mostrar que há pelo menos duas décadas vem se desenvolvendo um consenso em torno do pensamento macroeconômico que não se via desde o auge da Síntese Neoclássica do pós Segunda Guerra Mundial. Assim como naquela Síntese, a atual convergência de visão surge a partir do debate entre duas correntes do *mainstream* em macroeconomia, que possuíam posições relativamente conflituosas, e culmina no desenvolvimento de uma estrutura de análise comum da dinâmica macroeconômica.

Argumenta-se que o desenvolvimento dessa estrutura sobre as mesmas premissas teóricas implica também, na prática, em um consenso a respeito da condução da política macroeconômica. Neste aspecto, o atual *mainstream* leva em consideração apenas a execução da política monetária, na forma dos ajustes na taxa de juros de referência da economia e segundo uma regra pré-estabelecida. Entretanto, como será apresentada, essa é uma visão limitada de política econômica, passível de várias críticas.

Neste sentido, para desenvolver a análise da convergência do pensamento macroeconômico *mainstream* estruturamos o capítulo da seguinte maneira. Na primeira seção, fazemos um esforço para caracterizar, de maneira geral, as duas correntes de pensamento que são os pilares da Nova Síntese Neoclássica, ou seja, apresentamos a teoria dos Novos Clássicos e a dos Novos Keynesianos. Nessa seção, ainda mostramos sucintamente o debate entre as duas escolas (já que pela própria caracterização das mesmas é possível distinguir as divergências) para que, na segunda seção, possamos focar nas características que são partilhadas por esses teóricos e que formam, de fato, o novo consenso em macroeconomia. Na terceira seção, apresentamos em detalhes o modelo padrão que sintetiza e fundamenta toda a teoria desenvolvida na Nova Síntese e que serve como o ponto de partida para a análise macroeconômica e as conseqüentes sugestões de políticas. Como mostraremos em seguida, “as políticas”, na realidade se referem apenas à maneira pela qual a taxa de juros da economia será ajustada por parte do Banco Central o que, por seu turno, se configura em um consenso a respeito da política monetária. Esse consenso

justifica-se basicamente pela argumentação estritamente teórica desenvolvida e pelo reforço mútuo entre a teoria e a prática, exemplificado pelas interações entre o Banco Central dos EUA e a academia, como será discutido nas subseções 4.1 e 4.2, respectivamente. Na quinta seção, apresentaremos as fragilidades inerentes ao Novo Consenso em Macroeconomia, evidenciadas pelas críticas que se direcionam tanto à estruturação do modelo quanto às conclusões a respeito da política monetária. Tentaremos mostrar que o modelo usado é um instrumento limitado, que se aplica a situações específicas e que, neste sentido é insuficiente para lidar com toda a sorte de problemas a que a economia está sujeita. Por fim faremos algumas considerações sobre o capítulo para introduzir o debate que será desenvolvido no segundo capítulo.

1.1 – As Raízes da Nova Síntese Neoclássica

Após a “falha” keynesiana em explicar os eventos da década de 1970, fortaleceu-se mais uma vez a crença de que a economia de mercado consegue, por si, alcançar a estabilidade macroeconômica evitando que a mão visível do governo atue de forma equivocada na condução discricionária das políticas fiscal e monetária.

As deficiências da “teoria em vigor” incentivaram uma série de novas pesquisas, preocupadas em explicar os fatores que determinavam o estado real da economia naquele momento. De acordo com Blanchard (2008), após os anos 1970, o campo da macroeconomia sofreu uma grande explosão em termos de contribuições teóricas que tinham o objetivo de explicar as flutuações econômicas. Dentre os teóricos que dominaram o cenário macroeconômico a partir de então, dois grupos em particular tiveram uma maior expressão, cada um dos quais buscando uma agenda diferente¹: os Novos Clássicos e os Novos Keynesianos.

O intuito dessa seção é apresentar, em linhas gerais, as principais características de cada uma dessas escolas de pensamento, uma vez que a construção de uma Nova Síntese Neoclássica deve-se à agregação de elementos inerentes a cada uma delas. Não pretendemos, contudo, esgotar o debate e tampouco nos aprofundar na discussão teórica sobre as minúcias de cada corrente.

¹ Blanchard (2008) menciona um terceiro grupo, que classifica como teóricos do Novo Crescimento que, segundo seu argumento, abandonaram o estudo das flutuações para se dedicarem apenas ao crescimento. Esse grupo não traz maiores contribuições para nosso estudo basicamente por dois motivos: a hipótese é de que o consenso se desenvolveu entre Novos Clássicos e Novos Keynesianos e usamos o argumento, presente em Snowdon e Vane (2005), entre outros, de que atualmente o estudo de ciclos e tendência (ou flutuações e crescimento) não necessariamente ocorre sobre estruturas distintas. Apresentaremos o argumento com maiores detalhes no que segue.

Segundo a caracterização presente em Blanchard (2008, p. 4), os Novos Clássicos “abraçaram o chamado de Lucas-Sargent para a reconstrução” da teoria macroeconômica, já que os pilares sobre os quais a teoria keynesiana da Síntese Neoclássica estava construída se mostraram frágeis diante dos acontecimentos da década de 1970 e, assim, acabaram levando a teoria à ruína². A crítica novo-clássica fundamenta-se principalmente no argumento de que a teoria que se tinha desenvolvido até então (a de Keynes e a dos “keynesianos” da Síntese Neoclássica) não havia explorado de maneira suficiente, quiçá adequada, o papel e as implicações das *expectativas* dos agentes econômicos quando essas são formadas endogenamente ao modelo de representação da economia (Snowdon e Vane, 2005, p. 219). Além disso, de acordo com a proposição dos Novos Clássicos, a única maneira aceitável de incorporar as expectativas nos modelos seria através da utilização de alguma variante da “hipótese das expectativas racionais” no comportamento dos agentes^{3, 4}.

Como a denominação sugere, os Novos Clássicos têm o objetivo de restaurar os princípios clássicos de análise de equilíbrio macroeconômico, assumindo o pressuposto do ajuste contínuo dos mercados sob um arcabouço de concorrência perfeita. De acordo com Tobin (1981), Mankiw (2006) e Woodford (2008), os Novos Clássicos também podem ser considerados como “novos recrutas da causa monetarista”⁵: contestam a teoria keynesiana da Síntese Neoclássica e defendem relativamente os mesmos princípios (ou muitas das mesmas teses) monetaristas. Entretanto, a teoria se desenvolve com um ferramental mais moderno e com uma posição metodológica diferente. Os Novos Clássicos preocupam-se com a construção de modelos macroeconômicos que expliquem as flutuações econômicas de curto prazo, mas ao contrário da

² “That the predictions [of Keynesian economics] were wildly incorrect, and that the doctrine on which they were based was fundamentally flawed, are now simple matters of fact, involving no [novelties] in economic theory. The task which faces contemporary students of the business cycle is that of sorting through the wreckage, determining what features of that remarkable intellectual event called the Keynesian Revolution can be salvaged and put to good use, and which others must be discarded” (Lucas e Sargent, 1978, p. 49-50 *apud* Blanchard, 2008, p. 2). E ainda: “Though it is far from clear what the outcome of this process will be, it is already evident that it will necessarily involve the reopening of basic issues in monetary economics which have been viewed since the thirties as “closed,” and the reevaluation of every aspect of the institutional framework within which monetary and fiscal policy is formulated in the advanced countries” (Lucas e Sargent, 1978, p. 50).

³ O conceito de Expectativas Racionais está relacionado ao trabalho de John Muth “*Rational Expectations and the Theory of Price Movements*” de 1961. Em linhas gerais, na versão fraca do conceito, os agentes, ao formularem as previsões dos valores futuros de determinada variável, levam em consideração toda a informação disponível publicamente sobre os fatores que eles acreditam que determinam aquela variável. Na sua versão forte, mais influente na escola novo-clássica, as expectativas subjetivas dos agentes com relação aos valores futuros das variáveis coincidem com o valor condicional matemático objetivo (ou verdadeiro) esperado para aquela variável. Para maiores detalhes ver Sheffrin (1983) e Snowdon e Vane (2005, cap. 5).

⁴ O conceito substitui as expectativas adaptativas, utilizado na modelagem monetarista. Grosso modo, na hipótese das expectativas adaptativas, os agentes formam suas expectativas com relação aos valores futuros das variáveis baseados nos valores passados das mesmas.

⁵ Tobin (1981) se refere aos primeiros autores da escola novo-clássica como “marco II do monetarismo”.

metodologia utilizada pela Síntese Neoclássica, esses modelos são formulados com ênfase numa estrutura microeconômica detalhada com grande rigor matemático e sob o arcabouço Walrasiano do equilíbrio geral intertemporal. Nos modelos novo-clássicos, os agentes otimizadores, sob a hipótese das expectativas racionais, não sofrem ilusões monetárias (como sofriam no modelo monetarista de expectativas adaptativas) e conseguem explorar ao máximo os ganhos das oportunidades que se lhes apresentam: as firmas maximizam lucros e as famílias maximizam a utilidade de acordo com as restrições a que submetidas. Com a hipótese do “*market clearing*” (os mercados se ajustam continuamente), a flexibilidade total de preços e salários garante a obtenção desses resultados.

Um dos resultados centrais da teoria novo-clássica para a explicação das flutuações econômicas é a chamada “curva de oferta de Lucas”, onde a oferta de trabalho (produto) pelos trabalhadores (firmas) depende dos preços relativos no mercado. Para os Novos Clássicos, um choque não antecipado de demanda agregada, resultado principalmente de uma oferta não antecipada de moeda, causa desvios do produto e do emprego de seus níveis de equilíbrio de longo prazo. Nessa visão, a mudança na oferta de moeda altera o nível geral de preços da economia, mas as firmas e os trabalhadores, por possuírem informações imperfeitas sobre a mudança de preços⁶, podem entender um aumento geral como sendo apenas relativo ao bem que produzem. Essa interpretação equivocada permite que firmas produzam mais do bem e que trabalhadores ofertem mais mão de obra, alterando os níveis de produto e emprego. Caso houvesse estabilidade de preços os agentes só responderiam com aumento de oferta de mão de obra e de produto quando houvesse um aumento no preço relativo do bem ou serviço que ofertam.

Como conseqüência dessa argumentação, os autores Novos Clássicos acreditam que a política monetária, entendida como uma alteração na oferta de moeda, não é eficiente enquanto política de estabilização, pois ao ser anunciada, não consegue afetar as variáveis reais desejadas. Os agentes tomam o anúncio da política e ajustam seus preços, sem causar nenhuma alteração no nível de produto ou emprego na economia. Como argumentado anteriormente, apenas movimentos não antecipados na oferta de moeda podem afetar essas variáveis reais no curto prazo. Apesar da neutralidade da política monetária, a visão novo-clássica acredita que sua

⁶Os trabalhadores e as firmas sabem instantaneamente o seu preço de oferta, dadas as condições de mercado, mas percebem o nível de preços geral da economia com certo atraso.

condução deve ser feita por meio de regras estabelecidas por uma autoridade responsável, ao invés de ocorrer de maneira discricionária. O anúncio e a condução da política monetária por meio de regras ajuda a reduzir a instabilidade dos preços, já que a inflação é um fenômeno estritamente monetário, eliminando assim uma grande fonte de instabilidade macroeconômica. Neste cenário, os agentes levarão em consideração a regra estabelecida para a condução da política monetária na formação de suas expectativas e não sofrerão com a interpretação equivocada no processo de ajuste dos preços. Tentativas de aumentar o produto e o emprego por políticas monetárias aleatórias e não sistemáticas apenas causarão um aumento nas variações desses agregados ao redor de seus níveis naturais.

Caso fosse possível resumir a abordagem novo-clássica em poucos elementos, poderíamos afirmar que ela se configura pela aceitação conjunta da hipótese das expectativas racionais, do pressuposto do ajuste contínuo do mercado e da hipótese da curva de oferta agregada de Lucas.

Somam-se às críticas dos Novos Clássicos as contribuições dos Teóricos dos Ciclos Reais de Negócios que, mesmo sendo considerados uma escola de pensamento à parte⁷ são, como defende Blanchard (2008), “apenas” causadores de uma radicalização da agenda de pesquisa novo-clássica⁸. Mantendo a hipótese das expectativas racionais dos agentes e o pressuposto de que os mercados se ajustam continuamente, a teoria dos Ciclos Reais buscou corrigir as falhas dos modelos novo-clássicos de equilíbrio geral anteriores mudando o foco da argumentação. De acordo com os autores desse grupo, as flutuações do produto e do nível de emprego (ou seja, os ciclos) se devem basicamente a choques reais e esporádicos na oferta agregada, relacionados às mudanças na produtividade (como os choques tecnológicos), e não às mudanças não antecipadas na oferta de moeda.

A discussão se move para o lado real da oferta agregada, de maneira que não é preciso que os teóricos se esforcem em explicar problemas de desequilíbrio, falhas de coordenação, rigidezes de preços e salários, choques monetários ou financeiros, ou ainda questões como incerteza fundamental. Basta apenas que a teoria se volte para a construção de modelos que sejam adequados à explicação de choques aleatórios (e/ou esporádicos) na taxa de

⁷ Ver, por exemplo, Snowdon e Vane (2005, cap. 6).

⁸ No estudo aqui desenvolvido consideraremos os teóricos dos Ciclos Reais como integrantes da escola novo-clássica. Entretanto, sempre que for conveniente ou necessário, mostraremos os argumentos específicos desse grupo, que diferem dos demais integrantes da escola.

crescimento da produtividade⁹ (Snowdon e Vane, 2005, cap. 6). Choques como os de tecnologia, que representam mudanças na “função de produção da economia” causam flutuações no produto agregado e no emprego, e os indivíduos, agindo de maneira otimizadora, respondem às mudanças na estrutura de preços relativos alterando suas funções de oferta de trabalho e suas decisões de consumo¹⁰.

Nesta perspectiva, a instabilidade macroeconômica, expressa nas flutuações do produto e emprego, é apenas o resultado das decisões que os agentes racionais fazem de acordo com as condições do ambiente econômico que encontram¹¹. Em outros termos, isso significa que as flutuações no produto e no emprego não devem ser consideradas como causadoras de redução do bem estar econômico¹². Na realidade, segundo a visão desse grupo de autores, a principal causa da redução no bem estar é a utilização de políticas macroeconômicas na tentativa de reduzir as flutuações econômicas. Seria, portanto, um erro de agenda de pesquisa enfatizar o estudo das flutuações, como o faz os keynesianos e monetaristas, pois a instabilidade na dinâmica macroeconômica é tão desejável quanto inevitável.

Como as flutuações são respostas ótimas dos agentes aos choques de produção causados por mudanças reais, os fatores monetários são irrelevantes para explicar a instabilidade macroeconômica. Em outras palavras, como é pressuposto geral novo-clássico, a moeda é neutra¹³, o que implica que a política monetária é irrelevante no modelo. Uma vez que as mudanças na produtividade (como as tecnológicas) são a chave para as flutuações econômicas (e para o crescimento), as pesquisas devem ser voltadas ao entendimento dos fatores que determinam a taxa de crescimento da produtividade na economia.

⁹ É comum ver na literatura sobre os Ciclos Reais a ênfase nos choques tecnológicos, que são talvez os principais representantes dos choques de produtividade. Ver Kydland e Prescott (1982) e Snowdon e Vane (2005, cap. 6).

¹⁰ Para os teóricos dos Ciclos Reais, cada momento do ciclo, seja ele crescimento, pico, declínio ou recessão do produto, representa um ponto de equilíbrio macroeconômico, pois é o resultado das decisões racionais dos agentes de acordo com as restrições às quais se deparam no ambiente.

¹¹ De acordo com Snowdon e Vane (2005, p. 295) “*While recessions are not desired by economic agents, they represent the aggregate outcome of responses to unavoidable shifts in the constraints that agents face. Given these constraints, agents react optimally and market outcomes displaying aggregate fluctuations are efficient.*”

¹² De acordo com essa linha de raciocínio, todo desemprego observado na economia é voluntário.

¹³ Como os teóricos se preocupam com os fatores reais que causam as flutuações, a teoria desenvolvida nos Ciclos Reais reafirma a pressuposição de que as variáveis nominais não afetam as variáveis reais na economia.

Outra característica marcante da Teoria dos Ciclos Reais é o fato de não haver distinção entre curto e longo prazo, uma vez que o estudo das flutuações é encarado de maneira conjunta ao estudo das tendências, formando um só objeto¹⁴.

Quando unidas na crítica à teoria macroeconômica propagada até então, tanto a teoria desenvolvida pelos primeiros pensadores Novos Clássicos quanto aquela radicalizada pelos teóricos dos Ciclos Reais partilham dos mesmos elementos-chave: ênfase em uma fundamentação explícita e robusta dos modelos, sendo esta derivada da estrutura microeconômica da teoria da escolha intertemporal; introdução e promoção da hipótese das expectativas racionais; exploração de modelos de equilíbrio geral para a análise macroeconômica; ausência de imperfeições ou fricções que impeçam o ajuste contínuo dos mercados; pouco ou nenhum papel às políticas de estabilização.

O segundo grupo de macroeconomistas¹⁵, que se destacou a partir de meados dos anos 1980, os Novos Keynesianos, “abraçaram a reforma, não a revolução” (Blanchard, 2008, p. 4) com relação ao pensamento keynesiano da Síntese Neoclássica. Na concepção novo-keynesiana, as proposições da Síntese estavam corretas em sua essência, mas precisavam de uma reestruturação nos seus fundamentos.

O argumento novo-keynesiano era de que a Síntese Neoclássica usava de um aparato Walrasiano de equilíbrio geral (mercados perfeitamente competitivos, ausência de externalidades e informação perfeita) mas que se dispunha da hipótese *ad hoc* de rigidez de preços e salários para explicar resultados macroeconômicos não condizentes com a teoria como, por exemplo, o excesso de mão de obra (“equilíbrio de desemprego”¹⁶). Os Novos Keynesianos tomam para si a tarefa de racionalizar a rigidez de preços e salários em bases microeconômicas mais bem fundamentadas para que a análise macro se tornasse consistente com os pressupostos

¹⁴ Nos anos 1980 trabalhos como de Kydland e Prescott (1982), Nelson e Plosser (1982) e Plosser (1989) começam a questionar a existência de um fenômeno relacionado aos ciclos econômicos que passe por uma discussão alheia àquela que se têm ao se estudar os fatores determinantes do crescimento. Segundo os autores, não é preciso duas agendas de pesquisa para analisar as duas questões. Tanto crescimento quanto flutuações fazem parte do mesmo objeto de estudo. Para mais detalhes, ver os próprios e, para uma visão mais geral do processo, ver Snowdon e Vane (2005, cap. 6 e cap. 11).

¹⁵ Como nos lembra Snowdon e Vane (2005, p. 362), os Novos Keynesianos são um grupo bastante heterogêneo de economistas, de maneira que, quando usarmos o termo “escola” para designar esse grupo, estamos sendo mais convenientes do que apropriados.

¹⁶ Em Keynes (1936) há a explicação de que a economia de mercado pode estar em equilíbrio mesmo quando há excesso de oferta de mão de obra, o que é chamado de desemprego involuntário.

microeconômicos¹⁷ e, como conseqüência, pudessem restabelecer a efetividade das políticas macroeconômicas¹⁸.

Pela perspectiva novo-keynesiana, a ineficiência das políticas econômicas, advogada pela escola novo-clássica, não dependia da hipótese da racionalidade dos agentes (onde esses ajustariam seus preços automaticamente ao anúncio das políticas¹⁹) e sim do pressuposto do ajuste automático/instantâneo dos mercados. A existência de fricções no mundo real que inibem a livre movimentação dos preços (como contratos de reajuste, existência de preços controlados, sindicatos que determinam salários, custos de cardápio, etc.) não permite que os mercados se ajustem (“*market does not clear*”) automaticamente de maneira que distúrbios nominais (como alterações na oferta de moeda) devem ter implicações também via quantidades, produzindo efeitos reais (Ferreira, 2003, p. 64). Como os efeitos de choques de oferta ou demanda (agregadas) podem ser substanciais e duradouros tanto no produto quanto no emprego, resultando em instabilidade e perda de bem estar econômico, os Novos Keynesianos reivindicam o restabelecimento das políticas macroeconômicas pelo seu potencial de estabilização.

Para essa escola, as imperfeições do mundo real permitem que a moeda tenha impacto sobre as variáveis reais, pelo menos no curto prazo²⁰, de maneira que à exceção de períodos de grandes recessões²¹, a política monetária tem a capacidade de alterar os níveis de produto e emprego. Entretanto, ao contrário do que a Síntese Neoclássica propunha, os Novos Keynesianos não defendem as políticas de “ajuste fino” da economia, pois na sua visão, as flutuações são irregulares e imprevisíveis, tornando difícil tal ajuste. Mas, mesmo que defendam a execução de políticas de estabilização, os Novos Keynesianos são simpatizantes de algumas das críticas levantadas pelos Novos Clássicos como, por exemplo, a inconsistência intertemporal dessas políticas. No geral, para esses autores, nunca há política ótima quando políticas discricionárias são implementadas.

¹⁷ Na visão de Goodfriend e King (1997, p. 15), os modelos novo-keynesianos são uma alternativa à estrutura competitiva de preços flexíveis proposta pela análise dos teóricos dos Ciclos Reais de Negócios.

¹⁸ Como Snowdon e Vane (2005, p. 361) afirmam: “*The essential difference between the old and new versions of Keynesian economics is that the models associated with the neoclassical synthesis tended to assume nominal rigidities, while the attraction of the new Keynesian approach is that it attempts to provide acceptable microfoundations to explain the phenomena of wage and price stickiness.*”

¹⁹ Ver, por exemplo, Fischer (1977) e Phelps and Taylor (1977).

²⁰ Nos modelos novo-keynesianos, os choques monetários têm claramente impacto sobre a economia no curto prazo embora no longo prazo a moeda se mantenha neutra.

²¹ Em grandes recessões ou em períodos de depressão, a política monetária tem pouco ou nenhum efeito sobre a atividade real, principalmente se a economia se encontra numa posição de armadilha de liquidez. Veremos isso em maiores detalhes mais adiante nesse trabalho.

Apesar de não haver nenhuma visão unificada a respeito do alcance das políticas monetária e fiscal exercidas de maneira discricionária, ou sobre o que as autoridades podem fazer em resposta às flutuações econômicas, os Novos Keynesianos acreditam que o ajuste macroeconômico possa ser feito sob uma “discricionariedade restringida”²² (“*constrained discretion*”), em que as políticas sejam a resposta prevista pelo estabelecimento de regras ativas que determinem sua condução. Essa abordagem difere daquela adotada pela escola monetarista e da proposta dos Novos Clássicos, uma vez que, para os Novos Keynesianos, não é possível, por exemplo, o estabelecimento de regras fixas para a oferta de moeda justamente devido às incertezas com relação aos tipos de problemas que a economia pode enfrentar no futuro. Veremos esse tipo de condução das políticas macroeconômicas com mais detalhes quando examinarmos o Novo Consenso Macroeconômico.

Num sentido amplo, os Novos Keynesianos retomaram a agenda da Síntese Neoclássica com um relativo aprimoramento²³ na metodologia e uma mudança de foco em termos de políticas. Na primeira via, a proposta é fornecer uma versão mais consistente em termos microeconômicos dos modelos macro, principalmente pela tentativa de explicação racional, baseada na análise teórica e empírica, das rigidezes que eram apenas “dadas” na Síntese. Na segunda via, apesar de retomarem a discussão “keynesiana” sobre o papel das políticas na condução do processo de estabilização econômica, o ativismo dessas políticas é restrito.

Neste sentido, conforme tentamos demonstrar pela caracterização das escolas, o desenvolvimento da teoria macroeconômica a partir dos anos 1970 colocou lado a lado duas correntes de pensamento com visões bastante destoantes no que concerne às fundamentações da economia, à metodologia da análise e, principalmente, aos objetivos e às proposições de políticas.

A divergência entre a teoria dos Novos Clássicos e a resposta dos Novos Keynesianos traduziu-se em um intenso debate entre as duas escolas durante a segunda metade dos anos 1980²⁴. Por uma inusitada coincidência geográfica o debate foi denominado por Robert Hall de “*Saltwater-Freshwater debate*”: enquanto a maior parte dos Novos Keynesianos se concentrava

²² Ver Snowdon e Vane (2005, cap. 7, sub-item 7.11).

²³ Quando falamos no aprimoramento trazido pelos Novos Keynesianos, nos referimos estritamente aos marcos de uma visão (a da Síntese Neoclássica) segundo a qual a cientificidade depende da explicitação de microfundamentos, baseados em procedimentos de maximização sob condições de racionalidade substantiva, entre outros, para a determinação dos modelos e da análise macroeconômica. Há, entretanto, outras abordagens que não passam por esses procedimentos, mas que também contribuem de maneira significativa para a discussão e o conseqüente desenvolvimento da teoria macroeconômica, como por exemplo, os trabalhos dos autores da escola Pós-Keynesiana.

²⁴ Ver, por exemplo, o debate entre Summers (1986) e Prescott (1986).

nas instituições próximas às costas leste e oeste dos Estados Unidos (águas salgadas), a maior parte dos Novos Clássicos se concentrava em instituições próximas às regiões dos Lagos dos EUA (águas doces). O confronto se dava essencialmente entre as premissas de rigidez de preços dos Novos Keynesianos e as várias versões dos modelos de ciclos reais, já que a teoria novo-clássica ignorava os aspectos monetários da modelagem. Bean (2007), ao retratar o debate entre as duas escolas sobre as origens da inércia inflacionária e os custos da desinflação, exemplifica a discussão: enquanto os Novos Clássicos acreditavam que a inflação era um processo derivado da ilusão ótica presente na curva de Phillips, de maneira que a desinflação poderia ocorrer sem efeitos no produto e/ou emprego se a política monetária fosse crível, os Novos Keynesianos afirmavam que mesmo a política crível teria efeitos reais na economia, devido às rigidezes de preços e salários.

De acordo com Blanchard (2008) a relação entre as duas correntes era tensa e não limitava à argumentação estritamente teórica: enquanto os Novos Clássicos acusavam os Novos Keynesianos de serem “maus economistas, que se rendiam a crenças obsoletas e teorias sem crédito”²⁵, estes acusavam aqueles de serem pesquisadores que “ignoravam fatos básicos e, na sua busca por modelos perfeitos, mas irrelevantes, acabavam caindo numa ilusão científica”²⁶. Já Woodford (2008) salienta que o debate acabou tornando-se estritamente metodológico: enquanto os Novos Clássicos persistiam na busca por uma modelagem teórica e internamente coerente, mesmo que não fosse validado econometricamente, os Novos Keynesianos insistiam nos testes econométricos, mesmo que isso significasse a utilização de especificações menos restringidas pela teoria.

Entretanto, como diversos autores afirmam, as divergências foram superadas aos poucos e os economistas do *mainstream* acabaram por alcançar certa convergência tanto em termos das idéias (teoria) quanto em termos metodológicos (prática). Pode-se afirmar que, em certo sentido, este processo representa um movimento de aceitação e concessão mútua de elementos da visão de uma escola pela outra. Na próxima seção mostraremos em que sentido é possível afirmar que existe um consenso no pensamento econômico (ortodoxo) atual que possa ser configurado como uma nova síntese.

²⁵ Blanchard (2008, p.4, tradução livre).

²⁶ *Ibidem* (p. 4-5).

1.2 – A Nova Síntese Neoclássica

Em meados dos anos 1990, o debate entre Novos Clássicos e Novos Keynesianos começa a se traduzir em uma convergência de visão, representada pela metodologia adotada por ambas as partes e pelas propostas de políticas anunciadas. Ao tratar do debate entre as duas escolas, Woodford (2008, p. 2) afirma:

I believe that there has been a considerable convergence of opinion among macroeconomists over the past ten or fifteen years. While the problems of the field have hardly all been resolved, there are no longer such fundamental disagreements among leading macroeconomists about what kind of questions one might reasonably seek to answer or what kinds of theoretical analyses or empirical studies should even be admitted as contributions to knowledge.

A essa convergência de opinião e relativa ausência de desentendimentos com relação aos princípios básicos da macroeconomia convencionou-se chamar de Nova Síntese Neoclássica (Goodfriend e King, 1997) ou Novo Consenso em Macroeconomia²⁷ (Meyer, 2001; Arestis e Sawyer, 2002). Existe uma vasta literatura²⁸ que trata dessa convergência, de maneira que nos atemos apenas àqueles trabalhos que nos apresentam a discussão de forma mais sintética e mais específica para o estudo aqui proposto.

O primeiro trabalho a reconhecer uma convergência de idéias no *mainstream* é o artigo de Marvin Goodfriend e Robert King, de 1997. Neste trabalho os autores afirmam que, da mesma maneira que a Síntese Neoclássica conseguiu reunir em um único arcabouço as contribuições da teoria neoclássica com as críticas e as propostas presentes no keynesianismo²⁹, a convergência no pensamento do atual *mainstream* agrega as contribuições de duas visões

²⁷ Embora seja tênue e muitas vezes irrelevante é possível distinguir uma diferença entre os termos. Uma leitura mais extensa sobre a bibliografia permite que se associe “Nova Síntese Neoclássica” à discussão dos aspectos estritamente teóricos da convergência e o termo “Novo Consenso” ao se discutir propostas de políticas.

²⁸ Arestis (2007) é uma coletânea resultante da conferência promovida pelo GES (*Government Economic Service*), um grupo de economistas profissionais do governo inglês, sediada no *HM Treasury* em novembro de 2005 para a discussão do tema “*Is there a New Consensus in Macroeconomics?*”. Em 2008 Olivier Blanchard organizou uma seção no encontro anual da *American Economic Association* sob o tema “*Convergence in Macroeconomics*”, na qual Robert Shimer, Michael Woodford, V.V. Chari com Pat Kehoe e Ellen McGrattan deram contribuições significativas ao assunto. Phillip Arestis e Malcolm Sawyer, desde 2002, vêm publicando uma série de *Working Papers* no *Levy Institute of Economics* nos quais tratam criticamente a convergência teórica e as propostas de políticas do *mainstream*, oferecendo uma alternativa Pós-Keynesiana para o debate. Na mesma linha estão os trabalhos de Tcherneva (2008) e Fontana (2009a). Às vezes a bibliografia trata indistintamente a Nova Síntese como novo-keynesianismo, como em Clarida *et alii* (1999), Gali (2002) e Snowdon e Vane (2005), entre outros.

²⁹ Independentemente de quão fiel à contribuição da *Teoria Geral* seja esse keynesianismo.

relativamente opostas no debate, de maneira que a exemplo da anterior, ela pode ser caracterizada como uma Nova Síntese Neoclássica:

The New Neoclassical Synthesis inherits the spirit of the old, in that it combines Keynesians and Classical elements. Methodologically, the new synthesis involves the systematic application of intertemporal optimization and rational expectations as stressed by Robert Lucas. In the synthesis, these ideas are applied to the price and output decisions at the heart of Keynesians models, new and old, as well as to the consumption, investment, and factor supply decisions that are at heart of classical and RBC^[30] models (Goodfriend e King, 1997, p. 2).

Segundo a argumentação de Goodfriend e King (1997, p. 25), a Nova Síntese Neoclássica pode ser definida por dois elementos centrais: do lado dos Novos Clássicos (e dos teóricos dos Ciclos Reais de Negócios), vem a incorporação da otimização intertemporal e das expectativas racionais nos modelos macroeconômicos dinâmicos. Do lado dos Novos Keynesianos, vem a incorporação da concorrência imperfeita e as rigidezes de preços e salários, que se refletem num processo de ajuste oneroso.

Portanto, em certo sentido, os Novos Clássicos passaram a aceitar a argumentação sobre a presença de rigidezes nominais da agenda novo-keynesiana ao invés de continuarem com a hipótese de flexibilidade total de preços e salários, num mundo perfeitamente competitivo. Com essas imperfeições o pressuposto da neutralidade da moeda é superado, ainda que somente no curto prazo, e os mercados não se ajustam automaticamente³¹.

Em Woodford (2008) existe um esforço de caracterização dos principais elementos de convergência entre Novos Clássicos (inclusive a escola dos Ciclos Reais de Negócios) e os Novos Keynesianos. Como cada escola possui muitas minúcias e como o mapeamento de todos os elementos de convergência é uma tarefa praticamente impossível (além de fugir do escopo do estudo aqui realizado) essa figura mais geral se torna bastante útil na nossa apresentação. Dessa maneira, seguindo a apresentação do autor, destacaremos os cinco grandes temas cujas discussões são partilhadas nos mesmos termos entre as duas escolas.

O primeiro ponto em consenso é que a análise macroeconômica deve ser baseada no emprego de *modelos de equilíbrio geral intertemporal*. A proposta é de que os modelos possam

³⁰ “*Real Business Cycle*”.

³¹ Segundo essa perspectiva, variações na oferta nominal de moeda levam a um aumento na oferta real que, por afetar as taxas de juros, acabam causando variações no produto.

analisar numa mesma estrutura tanto questões relacionadas às flutuações quanto ao crescimento econômico, unindo num mesmo arcabouço as duas agendas, como Snowdon e Vane (2005) afirmam. É fato ressaltado por Woodford (2008) que, dependendo da intenção do pesquisador, os modelos darão mais ênfase nas peculiaridades do curto ou do longo prazo, levando em consideração mais aspectos dos ciclos ou das tendências (flutuações VS crescimento), mas a proposta é que os dois tipos de questões sejam compatíveis no mesmo arcabouço.

A mesma lógica vale para a discussão “micro VS macro”: não é necessária a total separação entre as duas abordagens. Ambas as escolas defendem uma modelagem macroeconômica que seja baseada nos princípios da teoria da escolha microeconômica e que estes levem em consideração a hipótese das expectativas racionais por parte dos agentes nas tomadas de decisão. Na Nova Síntese, tanto os modelos apresentados por autores Novos Clássicos quanto pelos Novos Keynesianos tentam corrigir o que julgavam falhas dos modelos anteriores, incorporando uma estrutura microeconômica que acreditam ser mais consistente³².

Neste sentido, a metodologia de modelagem que dominou o debate é, de acordo com Woodford (2008), aquela presente na perspectiva novo-clássica: é possível conciliar a visão a respeito do funcionamento de mercados individuais com o funcionamento geral da economia para esses autores. Entretanto, os modelos não ignoram as estruturas “keynesianas” típicas: análise da dinâmica do curto prazo e das fricções no funcionamento dos mercados, que deixam a representação do modelo mais próximo do mundo real de acordo com essa visão. Na realidade, Goodfriend e King (1997), Gali (2002), Snowdon e Vane (2005) e Blanchard (2008) afirmam que o modelo usado como instrumento básico de análise de bem estar econômico e, principalmente, de políticas macro pela Nova Síntese é, de fato, novo-keynesiano.

Como Woodford (2008) argumenta, também é amplamente aceito entre os macroeconomistas da Nova Síntese que as análises das políticas macroeconômicas devem ser feitas em termos quantitativos e baseadas em *modelos estruturais que sejam validados econometricamente*. Isso significa que, ao mesmo tempo em que os pesquisadores usam das técnicas econométricas para a estimação dos parâmetros estruturais, eles também simulam políticas para testar qual modelo tem o processo de geração de dados que mais se assemelhe ao

³² Tcherneva (2008, p. 4), ao definir o Novo Consenso em Macroeconomia afirma: “*It is an approach whose defining characteristic is the claim that choice-theoretic micro-foundations determine macroeconomic outcomes. It is now settled in the mainstream that to explain aggregate employment and output results, all macroeconomic models must adequately incorporate individual intertemporal decision-making based on rational expectations*”.

que é previsto para as séries temporais. Aqui, segundo Woodford (2008), duas características da atual metodologia de modelagem se distinguem das teorias anteriores e em algum sentido representam um retorno às ambições dos teóricos keynesianos do pós-guerra:

a) os modelos mais utilizados pela Nova Síntese são os DSGEs (sigla para o termo “*Dynamic Stochastic General Equilibrium*”), cujos parâmetros são derivados das estruturas microeconômicas de maximização de utilidade pelos trabalhadores/consumidores, de maximização dos lucros pelas firmas, da hipótese das expectativas racionais e de uma completa especificação das imperfeições dos mercados³³ (Blanchard, 2008). Este tipo de modelagem, ao enfatizar a estimação estrutural dos parâmetros para a análise de políticas difere, por exemplo, da prática monetarista de extrair conclusões a respeito das mesmas a partir de uma argumentação contra factual, derivada de formas reduzidas de relações empíricas (como correlações simples entre a taxa de crescimento da moeda e outras variáveis) (Woodford, 2008).

b) os pesquisadores utilizam modelos que tentam descrever de maneira mais completa possível o processo aleatório pelo qual as séries das variáveis evoluem, ao invés de utilizarem modelos estilizados, cujo intuito seja o de promover apenas *insights* básicos com relação aos mecanismos econômicos e que não têm pretensão de realismo (como no caso dos modelos utilizados pelos teóricos dos Ciclos Reais).

Woodford (2008) afirma que atualmente é de comum acordo no *mainstream* que as contribuições úteis para a teoria macroeconômica devem se basear numa “teoria quantitativa” no sentido que King (1995, p. 3) deu ao termo: “*Quantitative theory uses simple, abstract economic models together with a small amount of economic data to highlight major economic mechanism*”. Entretanto, mesmo que as decisões de modelagem, ou seja, a caracterização do comportamento das variáveis, a determinação das restrições enfrentadas pelos agentes bem como a configuração dos critérios de tomada de decisão por eles utilizados, sejam baseadas em uma interpretação da realidade, os autores da Nova Síntese argumentam que o emprego de pressupostos arbitrários, que fazem com que os modelos se ajustem melhor à realidade, é evitado. Em outros termos, é reconhecido que não é possível basear as proposições de políticas apenas sob o critério de

³³ De acordo com Gordon (2009) e Caballero (2010) os modelos DSGE representam o “centro” da abordagem metodológica do Novo Consenso. “*For more than three decades since 1978 hundreds of U. S. macroeconomists have developed what is often called the “modern macroeconomics” of business cycle fluctuations. Until recently, there was evident self-satisfaction that macroeconomic truth had been discovered, that old errors had been buried, and that a long period of warfare between new classicals and new Keynesians had ended as a consensus had emerged based on Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) models that combined new-classical market clearing with the new-Keynesian contribution of sticky prices*” (Gordon, 2009, p. 1).

“*goodness of fit*” dos modelos ou nas conveniências computacionais que estão por trás do processo de modelagem³⁴.

Outro ponto importante sobre o uso de uma “teoria quantitativa” é o reconhecimento da complementaridade entre os trabalhos que pretendem apenas caracterizar os dados (algo como os trabalhos de estatística descritiva), e aqueles que tentam representar as relações estruturais entre as variáveis: os primeiros fornecem os insumos, ou seja, estabelecem os fatos, que os segundos tentam explicar. De acordo com a argumentação, não é a separação da teoria e dos dados, mas a junção das duas. Os dados não são analisados apenas de maneira estatística, mas com base em relações estruturais que a teoria (da Nova Síntese) fornece.

O terceiro ponto de convergência entre as duas visões, como levantado em Woodford (2008) é o reflexo da aceitação da “crítica de Lucas”, pois é de consenso dos autores da Nova Síntese que *as expectativas dos agentes devem ser consideradas como endógenas ao modelo*. Isso significa que, quando se pensa na análise das políticas macroeconômicas, deve-se levar em consideração o fato de que as expectativas mudam conforme a escolha de política feita. Em outros termos, o processo de modelagem torna-se dinâmico, pois a cada decisão de política tomada os parâmetros do modelo mudam, uma vez que os agentes ajustam suas expectativas ao novo cenário que encontram.

Como já apresentamos, essa dinâmica é fruto da incorporação da hipótese das expectativas racionais, levantada pelos Novos Clássicos, mas o que se distingue agora (na Nova Síntese) é que a aceitação da hipótese não significa (mais) que as políticas de estabilização não são eficientes. Cada política alternativa leva a um tipo de evolução da economia real e, dessa maneira, os autores acreditam que é possível desenvolver regras para a condução das políticas uma vez que, na percepção vigente, o estabelecimento dessas regras pode conduzir a um grau maior de estabilização do que aquele que seria atingido com políticas discricionárias. O mecanismo que torna esse tipo de política eficiente é justamente a rigidez de preços e salários, trazida do modelo novo-keynesiano. Mesmo que sejam estabelecidas regras para a condução das políticas macroeconômicas e mesmo que os agentes levem em consideração tanto os valores atuais quanto os esperados para as variáveis que mais lhes interessem, o ajuste de preços de todos

³⁴ Woodford (2008) afirma ainda que atualmente os modelos carregam “muito mais teoria” do que os modelos clássicos desenvolvidos no pós guerra, em que as relações estruturais se baseavam vagamente na argumentação teórica e muito mais na capacidade de ajuste dessas relações aos dados. Já Blanchard (2008, p. 24), ao mostrar as falhas dos modelos DSGE, salienta o caso em que “a tecnologia ultrapassou nossa habilidade em usá-la, ou ao menos usá-la da melhor forma”, atentando para os problemas da utilização indiscriminada dos avanços computacionais no processo de modelagem.

os agentes não é simultâneo. A falta de sintonia entre os ajustes e a incerteza com relação a todas as conseqüências das políticas anunciadas e/ou realizadas podem levar a um *trade-off* real entre a inflação e o produto da economia (no curto prazo).

Como quarta característica da atual convergência das duas correntes do pensamento macroeconômico, Woodford (2008) ressalta que é amplamente aceito que *distúrbios reais são uma fonte importante para as flutuações econômicas*. A hipótese de que os choques aleatórios na política monetária são o principal precursor das flutuações do produto foi perdendo força e possui poucos adeptos atualmente. Grande parte dessa mudança se deve à literatura³⁵ que constata, empiricamente, que as alterações na política monetária são responsáveis por uma parcela relativamente pequena nas flutuações e que a maior parcela de explicação dos ciclos se deve a choques reais. Estes, por sua vez, ao contrário do que se afirmava na teoria dos Ciclos Reais, não se devem apenas a mudanças na produtividade (apesar dos choques tecnológicos ainda estarem entre os principais fatores), mas também nas preferências (mudanças nos parâmetros dos modelos) e nas políticas governamentais (como variações na política fiscal). A oferta agregada sofre alterações, uma vez que os choques não apenas desviam o produto de sua taxa natural, mas também têm a capacidade de alterar a própria taxa natural (os choques reais têm capacidade de deslocar a tendência de longo prazo do produto). Mas, outro fator importante é que a demanda agregada também sofre alterações (de maneira similar à “tradição keynesiana”), devido à rigidez de preços e salários.

Entretanto, o fato de que choques monetários puros não sejam o grande responsável pelas flutuações econômicas não significa que a política monetária não tem importância na atual convergência do pensamento macroeconômico. Os efeitos dos diversos tipos de choques sobre o equilíbrio da economia vão depender em grande medida da maneira pela qual a política monetária responde a esses choques, o que, nos dias atuais, refere-se ao modo como o Banco Central altera a liquidez do sistema monetário de acordo com as variações nas condições macroeconômicas.

Na realidade, o papel e a importância atribuídos à política monetária são encarados como o resultado mais expressivo do atual processo de convergência de pensamento macroeconômico. A política monetária não só voltou com força ao debate após o período de passividade monetarista como ganhou status de principal instrumento utilizado pelas autoridades

³⁵ Ver, por exemplo, Smets e Wouters (2007) e Altin *et alii* (2005).

para influenciar tanto a trajetória das variáveis macroeconômicas quanto o comportamento dos agentes. A política monetária é enxergada como “a” política de estabilização nesse consenso. Neste sentido, Woodford (2008) afirma como última³⁶ característica da Nova Síntese Neoclássica o fato de que atualmente é *amplamente aceito que a política monetária é eficiente*, especialmente no que se refere ao processo de controle da inflação³⁷.

Goodfriend e King (1997) afirmam que as conclusões a respeito da importância da política monetária são resultados dos pressupostos e dos próprios modelos desenvolvidos pela Nova Síntese Neoclássica. A idéia de rigidez de preços, ou dos ajustes graduais nos seus níveis, implica que as ações da política monetária podem ter efeitos significativos sobre a atividade real que perdurem por um longo período. O pressuposto de rigidez de preços também implica que a demanda agregada, sobre a qual a política monetária atua, seja uma determinante chave da atividade econômica no curto prazo. Entretanto, mesmo com a capacidade que a política monetária tem de influenciar a economia real, de acordo com o pensamento vigente, o *trade-off* existente entre inflação e produto ainda é pouco expressivo, de maneira que a política deve atuar em outra direção que não a de permissividade inflacionária. De fato, a teoria e os modelos apresentados pela Nova Síntese sugerem ganhos significativos em termos de eficiência e bem estar econômicos ao se eliminar a inflação, principalmente graças ao aumento de eficiência nas transações e às reduções das distorções dos preços relativos.

O consenso com relação à política monetária, bem como os instrumentos e as peculiaridades na sua condução, defendidos pela Nova Síntese Neoclássica serão abordados em seção posterior, onde serão analisadas em maiores detalhes, dadas a abrangência da questão e sua importância para o estudo aqui proposto. Contudo, antes dessa discussão é preciso caracterizar o “modelo padrão” ou “modelo básico” utilizado pela Nova Síntese. Este modelo expressa a convergência do pensamento econômico atual sobre a melhor e mais simples forma de representação da economia, que carrega todos os pressupostos essenciais da perspectiva do Novo Consenso.

³⁶Na apresentação de Woodford (2008) esse é o quinto ponto de convergência entre as escolas de pensamento. Não significa, contudo, que a discussão se restrinja a eles, de maneira que podem existir outras formas de caracterização da convergência que ampliem as questões em mais pontos além destes apresentados. Como dissemos anteriormente, esse esforço demonstraria apenas um aprofundamento nas minúcias de cada argumento, o que é desnecessário para nossa apresentação, uma vez que o essencial da discussão pode ser resumido de acordo com o que o autor nos fornece.

³⁷De fato, toda a bibliografia e a discussão a respeito da Nova Síntese Neoclássica parte do princípio de que o maior consenso em vigência é com relação à condução e aos objetivos da política monetária. Todos os trabalhos utilizados nesse primeiro capítulo usam esse argumento, seja como a consequência direta da teoria proposta, seja como ponto de partida para a crítica dessa teoria.

1.3 – O Modelo Padrão da Nova Síntese Neoclássica

Boa parte da convergência das idéias dessas correntes intelectuais se traduz na metodologia de pesquisa por elas adotada e também nas conseqüências normativas e positivas. A convergência na metodologia parece ser, para alguns³⁸, mais evidente do que a convergência nas idéias, na visão³⁹. Uma forma de enxergar essa convergência na metodologia é pela observação do tipo de modelagem empregada nos artigos do *mainstream* atualmente. Não é o nosso intuito levar a fundo a discussão a respeito da modelagem, mas é preciso salientar os aspectos mais importantes com relação a esse tema e apresentar o modelo sobre o qual a teoria da Nova Síntese Neoclássica se fundamenta. É da apresentação do modelo padrão que também se levanta boa parte da crítica ao Novo Consenso em Macroeconomia.

Assim como a teoria macroeconômica evoluiu a partir das críticas sobre a capacidade de explicação da realidade das teorias anteriores, o modelo atual utilizado pela Nova Síntese é fruto do mesmo tipo de processo evolutivo. De acordo com Fontana (2009a), os primeiros modelos formais surgem no início dos anos 1960, justamente quando a Síntese Neoclássica dominava o debate macroeconômico. Neste processo, duas características se destacavam na visão do autor: (a) os modelos eram resultado do trabalho realizado na academia e nos Bancos Centrais – algo relativamente natural já que ambos partilhavam da mesma estrutura teórica; (b) tanto os pesquisadores quanto os formuladores de políticas trabalhavam juntos na construção de modelos que fornecessem uma representação compreensiva e detalhada da estrutura da economia (Fontana, 2009a, p. 3). Desta maneira, o desenvolvimento teórico e empírico acontecia em dois sentidos complementares: a estimação das equações comportamentais, construídas a partir das relações econômicas estabelecidas setor a setor, equação por equação; e o desenvolvimento dos grandes modelos econométricos, resultado da união dessas equações. Os modelos formais resultantes transformavam-se numa estrutura de grande porte e extremamente complexa⁴⁰.

O tamanho e a complexidade que os modelos adquiriram foi um dos principais motivos, senão o mais relevante, para esse tipo de estrutura cair em desuso com o passar do

³⁸ Ver, por exemplo, Goodfriend e King (1997), Arestis (2007), Blanchard (2008) e Woodford (2008).

³⁹ De acordo com Blanchard (2008, p. 21), os artigos acadêmicos se parecem em termos de estrutura muito mais uns com os outros hoje em dia do que pareciam trinta anos atrás.

⁴⁰ Para se ter uma idéia, o modelo MPS (sigla derivada dos organismos dos quais seus desenvolvedores participavam: *Massachusetts Institute of Technology*, *University of Pennsylvania*, e *Social Science Research Council*, que financiava o projeto), que foi o principal modelo utilizado pelo Federal Reserve Bank (Fed) desde o final dos anos 1960 até meados da década de 1990 tinha, na sua primeira versão, 125 equações de comportamento e mais de 200 identidades.

tempo. A existência de muitas equações e as numerosas identidades dificultava tanto as análises econômicas quanto o próprio tratamento do modelo, ou seja, a maneira como lidar com todas as variáveis e parâmetros ao mesmo tempo. Como consequência, a sustentação das conclusões extraídas do processo de modelagem ficava prejudicada e, no limite, a plausibilidade das sugestões de políticas era comprometida. Da mesma maneira, os acadêmicos questionavam a capacidade que os “super modelos” tinham de acomodar ou inserir em suas estruturas os desenvolvimentos teóricos e empíricos ocorridos com o passar das décadas – quanto mais complexos fossem os modelos, mais difíceis seriam as alterações nas relações que os constituíam⁴¹.

Nos anos 1990 as críticas aos tipos de modelagem usados até então se intensificaram. Ao mesmo tempo em que os pesquisadores questionavam o uso de técnicas econométricas ultrapassadas, a maioria dos modelos ainda utilizava uma estrutura baseada nas expectativas adaptativas, praticamente ignorando na prática (da modelagem) a hipótese teórica das expectativas racionais e o processo intertemporal de tomada de decisão⁴² (Fontana 2009a).

A insistência das críticas levou a uma revisão dos modelos de grande estrutura então utilizados e sua substituição por modelos com estruturas menores e mais simples, de tratamento menos complexo. Segundo a visão *mainstream*, ao mesmo tempo em que essas estruturas refletem os avanços teóricos do tipo de abordagem por eles propostos para a economia, no aspecto prático, também permitem modelar o papel das expectativas (racionalis) na formulação de propostas de políticas. Taylor (1997) acredita que esta mudança de pressuposto e sua consequente utilização no processo de desenvolvimento dos modelos foi tão significativa que pode ser chamada de mudança de paradigma⁴³. De acordo com Fontana (2009a, p. 5):

⁴¹ Melhoramentos técnicos e teóricos de acordo com a visão *mainstream* foram feitos na estrutura dos modelos como o MPS ao longo dos anos 1970 e 1980, mas mesmo assim havia limites para a capacidade que a estrutura tinha de abarcar esses aprimoramentos sem causar uma grande quebra nas relações estruturais do modelo. As limitações computacionais também restringiam as mudanças. Ver Blanchard (2008) e Fontana (2009a).

⁴² Em termos metodológicos, grosso modo, quando os modelos levam em consideração as expectativas adaptativas, as variáveis são representadas como função de seus valores defasados, ou seja, os agentes, de acordo com o erro entre sua expectativa com relação à inflação e a inflação de fato ocorrida previamente, corrigem suas expectativas para a inflação corrente e/ou futura. Quando se leva em consideração as expectativas racionais, as variáveis estão em função de seus valores esperados. Segundo a interpretação das expectativas racionais, a hipótese das expectativas adaptativas é inconsistente com o pensamento maximizador.

⁴³ Segundo Carlin e Soskice (2006, p. 138-139), o paradigma anterior, que denominam de “modelo de oferta de moeda” é caracterizado pelas seguintes proposições: (i) o determinante último do nível de preços e da inflação é a oferta monetária, (ii) o instrumento de política monetária é a oferta de moeda, (iii) o mecanismo pelo qual a economia se ajusta ao novo equilíbrio é o do modelo IS-LM, somado à “curva de Phillips aumentada”. O novo paradigma, que os autores denominam “curva de reação das taxas de juros” é assim caracterizado: (i) o determinante último do nível de preços é a política de inflação, (ii) o instrumento de política é a taxa de juros, (iii) o mecanismo de ajuste é aquele inerente à regra para o ajuste da taxa de juros de referência.

The current NCM model is the latest and possibly the most successful version of these small formal macroeconomic models that have largely replaced large structural models in academia, as well as in policymaking. Interestingly, the NCM model shares an important feature of early formal models of the macro economy. Like the early 1960s models, the NCM model is the outcome of a joint effort of academics and policymakers. In other words, it is a model explicitly built on a shared theoretical framework. In fact, another name for the NCM model is the new neoclassical synthesis model. Putting it slightly different, the NCM model represents the result of a successful convergence in academia and policymaking toward a shared theoretical framework that draws on previous theoretical and empirical advances; in this case, the contributions of the real business cycle approach and the New Keynesian approach to macroeconomics.

Ou seja, na perspectiva do *mainstream*, os modelos do Novo Consenso em Macroeconomia (NCM) parecem ter conseguido aliar o duplo desafio de representar os avanços teóricos no campo a uma estrutura de análise menos complexa. Mesmo que essa estrutura básica seja relativamente simples, Goodfriend e King (1997) atentam para o fato de que na realidade podem-se distinguir três escalas dos modelos. Segundo os autores, existem aqueles *modelos analíticos simples*, que podem ser usados para o estudo de uma ampla gama de questões teóricas e empíricas ao mesmo tempo em que podem ser resolvidos sem muitas necessidades computacionais⁴⁴. Logo em seguida, vêm os *modelos de média escala*, que são semelhantes aos modelos usados pelos teóricos dos Ciclos Reais de Negócios e que também são usados para uma série de questões positivas e normativas. Por fim, há os *modelos de grande escala* como, por exemplo, o utilizado pelo Banco Central Americano para modelar a economia dos EUA. De acordo com Goodfriend e King (1997) e Taylor (1997), o FRB/US é o principal modelo empregado para a avaliação das políticas macroeconômicas por parte do *Federal Reserve Board*⁴⁵.

Na nossa proposta, como dito, nos preocupamos com a estrutura mais simples dos modelos, ou seja, aquela de onde parte toda a discussão do Novo Consenso e que é o ferramental mínimo necessário para uma visão analítica do processo. Dessa forma, as propostas do Novo

⁴⁴ Fontana (2009a), Arestis e Saywer (2002, 2003a, 2009) e Tcherneva (2008) classificam esses modelos como “modelos-padrão” do Novo Consenso. Já Blanchard (2008) prefere classificá-lo de “toy model” keynesiano, dada sua simplicidade.

⁴⁵ De acordo com Taylor (1997, p. 39): “*In particular the U.S. econometric model (MPS) has been replaced as of 1996 by the new FRB/US model and the multicountry model (MCM) has been replaced by the new FRB/MCM model*”. O resultado da união desses dois modelos é o “modelo mundial” utilizado pelo Fed.

Consenso em Macroeconomia podem ser descritas sucintamente num modelo simples de três equações^{46,47}:

$$(y - \hat{y})_t = a_0 + a_1(y - \hat{y})_{t-1} + a_2 E_t(y - \hat{y})_{t+1} + a_3(i_t - E_t(\pi_{t+1})) + s_1 \quad (1)$$

$$\pi_t = b_1 \pi_{t-1} + b_2 E_t(\pi_{t+1}) + b_3(y - \hat{y})_t + s_2 \quad (2)$$

$$i_t = r^* + c_1(\pi_t - \pi^T) + c_2(y - \hat{y})_t \quad (3)$$

onde $(y - \hat{y})$ é o hiato de produto, sendo y o produto corrente e \hat{y} o produto potencial da economia, E_t é o operador de expectativas, π é a taxa de inflação, π^T representa a meta de inflação, i é a taxa nominal de juros controlada pelo Banco Central e r^* é a taxa de juros real de equilíbrio; $a_3 < 0$ e a_0 é uma constante que indica efeitos exógenos (como o da ação de uma política fiscal) no hiato de produto; $b_1 + b_2 = 1$, $b_3 > 0$; $c_1 > 1$, $c_2 > 0$; e s_1 e s_2 representam choques aleatórios ao modelo.

As três equações descrevem a dinâmica de mudanças no hiato de produto, na taxa de inflação e na determinação da taxa de juros nominal da economia.

A Equação 1 descreve uma curva do “tipo IS” (Blanchard, 2008), ou seja, uma curva de demanda agregada, com o hiato de produto corrente (a diferença entre o produto atual e o produto potencial⁴⁸ da economia) determinado pelo hiato de produto passado e pela expectativa do hiato futuro. Segundo Arestis e Sawyer (2002) e Fontana (2009a), a equação é uma curva IS porque, como na Síntese dos anos 1960, relaciona a taxa de juros com o nível de produto e emprego. Entretanto, por uma série de razões esta curva difere da curva IS tradicional. Em primeiro lugar, a Equação 1 tem suas decisões de consumo derivadas da condição de otimização intertemporal de uma função de utilidade, ou seja, é uma função do “tipo IS” que possui

⁴⁶ Derivamos o modelo dos trabalhos de Arestis e Sawyer (2002, 2008), Arestis (2007), Carlin e Soskice (2006), Tcherneva (2008) e Fontana (2009a). Entretanto, as primeiras apresentações do modelo se encontram, em Clarida *et alii* (1999), McCallum (2001), Meyer (2001) e Woodford (2003).

⁴⁷ Ressaltamos aqui que o modelo é a expressão de um conjunto de “hipóteses primárias” particulares, inerentes à maneira da Nova Síntese Neoclássica analisar a economia, fruto dos pressupostos fundamentais das escolas que a constituem (apresentados anteriormente). Não nos preocupamos, contudo, em explicitar tais hipóteses, pois acreditamos que não são essenciais para nosso objetivo. Aos mais dispostos, recomendamos Carlin e Soskice (2006), Clarida *et alii* (1999), McCallum (2001), Meyer (2001) e referências.

⁴⁸ O produto potencial é entendido como aquele que seria obtido na ausência de rigidezes de preços e salários ou de qualquer sorte de imperfeições que inibam o processo de livre ajuste dos mercados. Ver Carlin e Soskice (2006), Blanchard (2008) e Tcherneva (2008).

fundações microeconômicas rigorosas⁴⁹. Em segundo lugar, contém elementos defasados (“lagged”) e esperados (“forward looking”), incluindo assim a hipótese das expectativas racionais. Por fim, relaciona a taxa de juros real com o hiato de produto.

Já a Equação 2 é uma curva de Phillips com a inflação determinada pelo hiato de produto corrente, pela inflação passada e pela expectativa de inflação para o próximo período⁵⁰. Consistentemente com a primeira equação e diferentemente da curva de Phillips dos anos 1960, a inflação corrente nesta curva é determinada pelo hiato de produto corrente ao invés de responder apenas ao nível de produto. De acordo com Meyer (2001) e Arestis e Sawyer (2002), a estrutura defasada da atual curva de Phillips permite que o modelo tenha preços rígidos no curto prazo e flexibilidade total de preços no longo prazo⁵¹. A condição de $b_1 + b_2 = 1$ implica que a curva de Phillips é vertical no longo prazo⁵².

Por fim, a Equação 3 é uma regra para a condução da política monetária, como uma regra de Taylor padrão⁵³, com a taxa de juros nominais sendo determinada pelo hiato de produto corrente, pelo desvio da inflação de sua meta e pela taxa de juros reais de equilíbrio. Esta equação significa que a política monetária é um processo de ajuste sistemático à evolução da economia, ao invés de ser um processo exógeno, determinado por uma autoridade governamental ou por interesses políticos estritamente. Em algumas representações do “modelo padrão”⁵⁴, existem elementos que representam choques aleatórios (como um fator s_3) também nessa equação, o que implica que a política monetária também pode atuar em resposta a esses choques⁵⁵. Alguns autores apresentam versões um pouco mais complexas para a regra de política monetária, mesmo na versão básica dos modelos⁵⁶. Nestes trabalhos, a taxa de juros nominais também responde às expectativas com relação à inflação futura ($E_t(\pi_{t+1})$) e às taxas de juros defasadas (algo como a inclusão do termo c_3r_{t-1} , com $0 < c_3 < 1$). Neste caso, o intuito é o de mostrar que o Banco Central

⁴⁹ Para maiores detalhes com relação à formação da curva IS ver Carlin e Soskice (2006, cap. 2 e cap. 3).

⁵⁰ A derivação da curva de Phillips pode ser vista em Carlin e Soskice (2006, cap. 4).

⁵¹ A explicação, melhor exposta em Meyer (2001, p. 2), é a seguinte: “*The effect of past inflation captures the role of sticky prices, while inflation expectations are assumed to be set, as in equation (1), according to rational expectations*”.

⁵² Segundo Arestis (2009 p. 6): “*The assumption of a vertical long-run Phillips curve implies no [in]voluntary unemployment. This is clearly not acceptable, as some contributors have pointed out; see, for example, Blanchard (2008). The way to introduce unemployment into the NCM model is still to be undertaken*”.

⁵³ Para a regra de Taylor padrão ver Taylor (1993) e Carlin e Soskice (2006).

⁵⁴ Como em Arestis (2007, 2009) e Arestis e Sawyer (2008).

⁵⁵ Arestis e Sawyer (2008) afirmam, contudo, que nem sempre esse é o caso na literatura.

⁵⁶ Ver, por exemplo, McCallum (2001), Arestis e Sayer (2002, 2003a). Para uma versão mais completa, levando em consideração a economia aberta ver Arestis (2007, 2009). Versões mais simples da regra monetária podem ser encontradas em Tcherneva (2008) e Carling e Soskice (2006, cap. 5).

tem como estratégia a “suavização” do nível de juros nominais ao longo do tempo. Para o nosso propósito, contudo, a inclusão desses elementos não causa mudanças significativas na análise.

Como se pode perceber, o modelo básico da Nova Síntese Neoclássica leva em consideração três equações e três incógnitas, quais sejam: o produto corrente, a taxa de inflação e o nível corrente de taxa de juros nominais⁵⁷. Ao contrário do modelo IS-LM, onde a solução só é possível com a fixação do produto ou com a consideração de que os preços são dados e invariáveis, a solução deste modelo é dada pela própria dinâmica estabelecida pelas equações em interação com os objetivos macroeconômicos. Os objetivos macroeconômicos, representados nesse tipo de modelagem, são basicamente dois: o de curto prazo, referente à estabilidade do produto; e o de longo prazo, que se traduz na estabilidade dos preços⁵⁸. A solução simultânea dos dois objetivos depende do hiato de produto se aproximar de zero e da inflação ser igual à meta. Para que isso seja possível, a variável de controle é a taxa de juros nominais da economia. O ajuste da taxa de juros nominais em resposta às variações no hiato de produto e na inflação é o que se tornou a política monetária na atualidade e fica a cargo da autoridade monetária responsável que, na maior parte dos casos, é o Banco Central dos países⁵⁹. De acordo com Fontana (2009a), o Banco Central consegue atuar via política monetária através de dois canais: o da demanda agregada e o das expectativas de inflação.

O mecanismo de transmissão da política monetária via demanda agregada está basicamente relacionada às rigidezes de preços e salários subjacentes ao modelo. A teoria do Novo Consenso afirma que ao alterar a taxa de juros nominal de curto prazo, o Banco Central muda a taxa de juros real da economia através do termo $a_3(i_t - E_t(\pi_{t+1}))$ da Equação 1 do modelo. A alteração da taxa de juros real afeta a demanda agregada através das variações no consumo e no investimento que, por seu turno, têm impacto no nível de produto y e, conseqüentemente, no hiato de produto. Como a Equação 2 demonstra, as variações do hiato de produto afetam a inflação corrente.

⁵⁷ As três equações juntas formam um “sistema de metas de inflação”, onde a economia é controlada através da função de reação da taxa de juros. Para Allsopp e Vines (2005), o modelo de três equações é mais bem descrito como uma “família de modelos” que carregam essas características básicas, do que por uma simples representação apenas. Assim, para os autores, é possível ter uma melhor intuição sobre o que está por trás da prática da política monetária.

⁵⁸ Na prática, esse é o grande objetivo da política.

⁵⁹ Para que a redução da inflação seja um objetivo de política econômica, os teóricos do atual consenso em macroeconomia defendem que o Banco Central seja a instituição responsável pela condução da política monetária e que esta seja baseada em algum tipo de regra, como a Equação 3 representa, já que a credibilidade tem um papel essencial no entendimento dos efeitos da política monetária.

O mecanismo de transmissão da política monetária via expectativas inflacionárias relaciona-se ao papel desempenhado pelo termo $E_t(\pi_{t+1})$. De acordo com a hipótese das expectativas racionais a teoria afirma que, se o Banco Central se mostrar comprometido com a busca da estabilização dos preços no longo prazo, ou seja, se atuar de maneira a que se atinja a meta de inflação ($\pi_t = \pi^T$), as expectativas sobre a inflação futura se ancoram na inflação hoje, o que torna aquela menos importante na determinação desta. O termo $E_t(\pi_{t+1})$ pode ser representado como o grau de credibilidade e comprometimento do Banco Central com objetivo de longo prazo. Se os agentes acreditam nos sinais que o Banco Central envia ao mercado de que buscará baixar o nível de inflação no futuro, a inflação corrente pode ser de fato diminuída simplesmente devido a esse fator, sem custos em termos de produto e emprego.

Numa economia fechada, os dois canais são fortemente relacionados um ao outro, pois quanto mais forte o mecanismo das expectativas, menor o custo em termos de produto de se alcançar e manter o nível desejado de inflação através das alterações na taxa de juros (objetivo de longo prazo). Quanto mais forte o mecanismo das expectativas, mais o Banco Central pode ser ativista na busca pela estabilização do produto (objetivo de curto prazo), pois menor é o custo inflacionário de se desviar, no curto prazo, do objetivo de estabilidade de preços do longo prazo (Fontana 2009a).

Apresentados os dois objetivos macroeconômicos, bem como a estrutura do modelo da Nova Síntese, nossa análise a partir de agora terá uma atenção especial à Equação 3, já que é ela que justifica a proposta de política monetária baseada no ajuste da taxa de juros e indica como deve ser sua condução. Neste sentido, na próxima seção mostraremos os motivos pelos quais se chegou a esse consenso a respeito da política econômica.

1.4 – O Consenso sobre a Política Monetária baseada no ajuste da Taxa de Juros

Até se chegar ao modelo de três equações apresentado na seção anterior, e principalmente ao consenso sobre a política de juros como forma de política monetária e a política monetária enquanto política de estabilização, houve um intenso debate. Após a desordem monetária dos anos 1970, os trabalhos que pretendiam oferecer uma alternativa à explicação do processo inflacionário e sugerir caminhos para políticas iam desde a negação total do papel da política monetária, como os de Kydland e Prescott (1982) e dos teóricos dos Ciclos Reais, aos

que pretendiam devolver às políticas econômicas o papel de destaque, como o dos Novos Keynesianos. Bennett McCallum, em seu trabalho de 1981, iniciou a análise moderna das regras para a condução das políticas mostrando que a taxa de juros de curto prazo poderia ser usada como instrumento de política monetária na medida em que ela fornecesse a âncora nominal para a determinação dos preços. A discussão nesse sentido foi aprimorada em Taylor (1993), de onde se deriva a Equação 3 do modelo básico utilizado pela Nova Síntese Neoclássica⁶⁰.

O consenso em torno do ajuste da taxa de juros como instrumento de política pode ser explicado de acordo com duas grandes justificativas, que se reforçaram mutuamente durante o processo. À primeira delas, chamaremos de “justificativa teórica”, por se tratar da discussão estritamente teórica a respeito da política. À segunda, chamaremos de “justificativa empírica”, pois a execução da política monetária de acordo com o advogado pela teoria, com resultados favoráveis, reforçou a própria teoria e a trajetória do consenso.

1.4.1 – A Justificativa Teórica

Para que possamos entender o motivo teórico pelo qual a taxa de juros é a variável chave no modelo da Nova Síntese Neoclássica, é preciso explicitar dois conceitos fundamentais, que estão subjacentes à toda discussão do modelo e que quase não são mencionados nos trabalhos, mesmo que tenham influência significativa na teoria e que sejam em boa parte a base para as sugestões de política.

O primeiro conceito implícito ao modelo é o da moeda endógena (ou o crédito) na economia. Arestis e Sawyer (2003a, p. 2) afirmam que o conceito tem se tornado muito importante para a análise macroeconômica, principalmente para o que denominam de “*literatura keynesiana de oferta endógena de moeda*” e que, apesar dos autores da Nova Síntese não levantarem abertamente essa questão, ela está na base de sua discussão e se ajusta perfeitamente à abordagem atual da política monetária. Entretanto, há diferenças entre as duas perspectivas que faz com que as conclusões de política diverjam significativamente⁶¹.

⁶⁰ Ver Snowdon e Vane (2005 cap. 5 a 7) e Goodfriend (2007).

⁶¹ Arestis e Sawyer (2002, 2003a) salientam que, enquanto na abordagem do Novo Consenso a política monetária é a única política macroeconômica eficiente, na abordagem keynesiana referida, justamente pelo fato da moeda ser endógena essa política pode ser relativamente ineficiente. A alteração na taxa de juros determinada por parte do Banco Central pode, por vários motivos, não influenciar a taxa de investimentos da economia. Veremos uma discussão mais detalhada na seção sobre a crítica à política monetária no Novo Consenso.

Grosso modo, o conceito refere-se ao processo de criação de liquidez na economia que independe do aumento da oferta monetária por parte do Banco Central. Esse processo só é possível graças à capacidade das instituições financeiras do mercado de se alavancarem para fornecer crédito à economia.

Pode-se afirmar que o processo se inicia no lado real da economia, quando existe uma maior demanda por investimentos, por exemplo. O aumento nos investimentos, *ceteris paribus*, requer uma maior disponibilidade de empréstimos o que, correspondentemente, leva a um aumento no nível de poupança (agregada). Como na maioria dos casos são os bancos que fornecem os empréstimos ao público em geral, o aumento da quantidade de empréstimos é acompanhado de uma expansão na quantidade de depósitos dessas instituições. Os empréstimos são fornecidos pelo mercado bancário ao público segundo uma taxa que, na maioria das vezes, representa aquela taxa de juros estabelecida pelo Banco Central somada a uma margem de ganho do banco (o chamado “*spread bancário*”) que varia, entre outros fatores, segundo o risco do empréstimo, a liquidez do banco ou o poder de mercado do mesmo⁶². Para os tomadores, todo empréstimo que valha a pena à taxa estabelecida pelo banco é, em princípio, fornecido pelo banco. Assim, os empréstimos são criados em resposta às suas demandas e o aumento nos depósitos bancários é a consequência do processo – ou seja, “criou-se” moeda *endogenamente* ao sistema. Quando os empréstimos são pagos, a moeda criada é “destruída” e a quantidade de moeda que permanecer em existência dependerá da demanda por se manter depósitos.

Neste processo de criação de moeda, a taxa de juros ajustada pelo Banco Central é vista como a taxa de juros de referência da economia, ou seja, aquela que todas as outras taxas de juros do mercado usam como parâmetro – às vezes explicitamente, como nos casos das taxas de juros cobradas pelos bancos para fornecer empréstimos e/ou nas oferecidas por estas instituições para captar depósitos.

Na literatura keynesiana mencionada por Arestis e Sawyer (2003a), a discussão a respeito da política monetária passa pela capacidade discricionária do Banco Central em determinar a taxa à qual fornecerá liquidez ao sistema e pelas questões que essa discussão levanta

⁶² O Banco Central, por seu turno, é a entidade que fornece as reservas bancárias requeridas a uma taxa de juros de referência, ou seja, à taxa de juros que ajusta oferta e demanda no mercado interbancário. Para um entendimento mais a fundo ao mesmo tempo que didático sobre o sistema monetário e financeiro ver Carvalho *et alii* (2007).

com relação aos mercados internacionais, como o de câmbio⁶³. Entretanto, de acordo com os autores, nessa abordagem keynesiana há pouca discussão a respeito dos fatores subjacentes à determinação da taxa ajustada pelo Banco Central. Já no Novo Consenso, a base para a discussão da política monetária é justamente a determinação da taxa de juros do Banco Central segundo a regra de Taylor por ele utilizada, mas pouca atenção se dá ao processo de criação e destruição de liquidez no sistema. Como apresentamos anteriormente, a taxa de juros é ajustada em busca da taxa de juros real que representa a taxa de equilíbrio da economia, influenciada pelos desvios da inflação de sua meta e do produto de seu nível potencial (ou da sua “tendência natural”). Para os teóricos do Novo Consenso, quando o Banco Central ajusta a taxa de referência no seu nível de “equilíbrio real”, investimento e poupança tornam-se iguais e o equilíbrio agregado (de emprego e/ou produto) é atingido (Arestis e Sawyer 2003a, p.2).

Parte da justificativa em favor do ajuste da taxa de juros também reside na hipótese da neutralidade da moeda no longo prazo para os autores da Nova Síntese⁶⁴. A dificuldade do Banco Central em controlar os agregados monetários, devido à grande capacidade de alavancagem das instituições financeiras; a grande instabilidade da demanda por moeda, que faz com que o impacto da variação na sua oferta torne-se um canal de influência muito incerto sobre a economia; e a defesa teórica da utilização do ajuste na taxa de juros para o controle da inflação, excluíram a oferta de moeda da discussão no âmbito da política monetária. Nesse sentido, a preocupação com o estoque de moeda tornou-se secundária⁶⁵ para o Novo Consenso. Como King (2002, p. 162) reconheceu:

...as central banks became more and more focused on achieving price stability, less and less attention was paid to movements in money. Indeed, the decline of interest in money appeared to go hand in hand with success in maintaining low and stable inflation.

A inexistência de um papel para a oferta de moeda no modelo demonstra que, para o Novo Consenso, os valores de equilíbrio das variáveis reais são independentes das variáveis

⁶³ Como Moore (1989, p. 27) afirma: “A central bank’s key decision variable throughout the business cycle, and its central control instrument of monetary policy, is the nominal supply price at which it provides additional reserves. Over a wide range the central bank can determine exogenously the supply price at which it provides liquidity to the financial system. The upper and lower limits of this range are set by the size and openness of the economy and by the exchange rate regime in force”.

⁶⁴ Arestis e Sawyer (2003a) encaram a inexistência de uma equação que relacione oferta e demanda por moeda no modelo da Nova Síntese como consequência direta do pressuposto da neutralidade da moeda.

⁶⁵ Como Arestis e Sawyer (2002, p. 5) afirmam: “The stock of money has become a residual, determined by the demand for money, but not feeding back to have any influence on the economy”. O mesmo argumento é partilhado por Fontana (2009a).

nominais da economia. Neste ponto, é preciso explicar o segundo conceito, trazido da perspectiva novo-keynesiana, que está por trás de toda a discussão desses teóricos: a hipótese da existência de uma taxa de desemprego que não acelera a inflação, ou como é chamada, a NAIRU (sigla para o termo em inglês “*non-accelerating inflation rate of unemployment*”).

A Nova Síntese Neoclássica admite que no longo prazo haja um equilíbrio do lado da oferta agregada da economia, determinado pelas características estruturais dos mercados de bens e de trabalho. A NAIRU expressa a taxa real de “desemprego de equilíbrio” associada a essas características estruturais e é afetada, ao longo do tempo, pelo ajuste gradual da economia aos choques passados, que determinam a trajetória da inflação. A NAIRU também pode ser entendida como uma taxa de desemprego que gera a consistência entre a meta de salário real, almejada pelos trabalhadores, e os salários factíveis, determinados pelas firmas de acordo com a produtividade do trabalho e com a magnitude de seu *markup* (Carling e Soskice, 2006). Se preços e salários se ajustassem imediatamente às variações da demanda agregada, a economia se moveria sobre a curva de oferta agregada de longo prazo (vertical) e a taxa de desemprego ficaria em seu “nível natural”. Quando a economia está na sua taxa de desemprego de equilíbrio, o nível de preços é o resultado direto dos fatores que determinam tanto a oferta quanto a demanda agregada: qualquer choque em um dos dois lados implica em um novo nível de preços no equilíbrio de mercado de trabalho⁶⁶. Como não há ajuste automático no curto prazo, a atividade econômica flutua, fazendo com que a taxa de desemprego esteja ora acima, ora abaixo da NAIRU. Taxas de desemprego abaixo da NAIRU levam a taxas mais altas de inflação, da mesma maneira que taxas acima da NAIRU levam a taxas mais baixas de inflação.

De acordo com Arestis e Sawyer (2002), na perspectiva do Novo Consenso a inflação aumenta quando a taxa de desemprego cai abaixo da NAIRU e se *acelera* caso a taxa de desemprego seja *mantida* num nível abaixo da NAIRU. Mas, como é pressuposto do modelo da Nova Síntese, não há “*trade-off*” entre desemprego e inflação no longo prazo, de maneira que, se é o objetivo econômico que a inflação se mantenha estável, a economia deve operar, na média, próxima à NAIRU. No longo prazo, a inflação é vista apenas como um fenômeno monetário cuja trajetória pode ser influenciada pelos ajustes na taxa de juros.

Neste sentido, a associação entre a política monetária e a inflação é pressuposto para a inclusão da regra de política monetária, em que as taxas de juros são ajustadas de acordo com

⁶⁶ Para maiores detalhes ver Carlin e Soskice (2006, cap. 4).

os desvios da inflação de sua meta. No equilíbrio, a inflação é igual à meta (constante, portanto) se o Banco Central busca estabilizar o emprego em torno da NAIRU (Carlin e Soskice, 2006). Da mesma maneira, a inflação é constante quando o hiato de produto é zero. Pelo modelo, o ajuste da taxa de juros deve garantir o equilíbrio em termos do hiato de produto igual a zero, o que significa que oferta e demanda agregadas estão em equilíbrio e são consistentes com o produto natural da economia⁶⁷. Quando a inflação é igual à meta, quando não há hiato de produto e se o Banco Central consegue determinar a taxa de juros real da economia, a taxa nominal por ele ajustada é a taxa de juros real de equilíbrio. Como Arestis e Sawyer (2002, p. 6) argumentam:

The significance of the "new consensus" is that it strongly suggests that inflation can be tamed through interest rate policy (using demand deflation) and that there is an equilibrium rate (or "natural rate") of interest which can balance aggregate demand and aggregate supply and which is feasible, and lead to a zero gap between actual and capacity output.

Dessa forma, a política monetária – que nesse modelo torna-se uma política (anti-)inflacionária – sob a responsabilidade da instituição que controla a taxa de juros de referência da economia – o Banco Central – acaba sendo a consequência direta da utilização do conceito de moeda endógena e do pressuposto da existência da NAIRU.

De fato, todo o movimento que culmina com o consenso de que a política monetária deve ser uma política (anti-)inflacionária, baseada no ajuste da taxa de juros de referência e segundo uma regra pré-estabelecida, foi o resultado de uma confluência entre a argumentação teórica da academia, como mostrado nesta seção, e o relativo sucesso de combate à inflação alcançado na prática por alguns bancos centrais. O principal exemplo dessa interação pode ser visto pela atitude do Banco Central dos EUA no combate à inflação desde o final dos anos 1970. É o que examinaremos na seção que segue.

1.4.2 – A “Justificativa Empírica”: Influência do Fed para o consenso em torno da política monetária

A relação entre a política e a teoria é sempre algo muito complicado – praticamente impossível – de se estabelecer de maneira pragmática ou determinista. Muitos dos interesses

⁶⁷ A essência dessa regra de Taylor ou curva MR (“*monetary rule*”) é identificar a melhor resposta de política do Banco Central em relação à curva de Phillips que ele enfrenta (Carlin e Soskice, 2006).

políticos se apóiam na teoria dominante no momento para se afirmarem; da mesma maneira, a teoria pode se desenvolver justificando os mesmos interesses políticos. No limite, podemos afirmar que a teoria, em si, é motivada por interesses políticos diversos e, as ações da política, por inúmeros motivos, validam ou não a argumentação teórica. Dessa forma, nessa seção, não temos a intenção de aprofundar a discussão a respeito do paralelismo entre teoria e política, mas sim a de mostrar que a relação entre as duas tem tido um reforço mútuo no período recente.

Chari e Kehoe (2006) argumentam que nas últimas décadas, as políticas nos Estados Unidos e demais países têm sido exatamente o que a teoria macroeconômica dos últimos 30 anos prediz⁶⁸. No caso da política monetária, a experiência do Fed desde o final dos anos 1970 no combate à inflação serviu como um grande parâmetro da sua capacidade em dar conta do recado enquanto política macroeconômica de estabilização.

De acordo com Goodfriend (2007), grande parte da aceitação do papel atual da política monetária enquanto política de ajuste na taxa de juros remete-se à experiência de combate a inflação que os EUA tiveram quando Paul Volcker presidia o Fed. Fortemente embebido do monetarismo de Milton Friedman, o então *chairman* do banco central estadunidense teria sido bem sucedido em sua política de arrocho monetário⁶⁹. Segundo Goodfriend (2007), três grandes lições, que fundamentam o consenso em política monetária foram ensinadas, na prática nos EUA, durante a era Volcker. Em primeiro lugar, a política monetária sozinha, através da permissão da elevação da taxa de juros⁷⁰ – sem controle de preços, salários ou crédito, e sem a ajuda da política fiscal – demonstrou que conseguia reduzir a inflação de maneira permanente⁷¹. Neste processo de desinflação, existem custos em termos de produto e emprego, mas, de acordo com a argumentação de Goodfriend (2007), esses custos são menores do que seriam nos cenários comuns keynesianos (como os do modelo IS-LM, curva de Phillips aumentada etc.). Em segundo

⁶⁸ De acordo com os autores, exemplos dos efeitos da teoria na prática incluem: “...*increased central bank independence; adoption of inflation targeting and other rules to guide monetary policy; increased reliance on consumption and labor taxes instead of capital income taxes; and increased awareness of the costs of policies that distort labor markets*”. (Chari e Kehoe, 2006, p. 3)

⁶⁹ Estamos considerando apenas o resultado em termos do objetivo de redução da inflação na visão do autor. Apesar de uma análise mais profunda da política adotada pelo presidente do Fed no período ter de levar em consideração uma ampla gama de variáveis, tanto interna aos EUA quanto com relação aos impactos globais da política, aqui não há espaço nem escopo para tal apresentação. Mesmo sabendo da limitação e da fragilidade inerente a esse tipo de análise parcial, levaremos em consideração apenas esse aspecto da política, dada a sua contribuição ao debate aqui proposto.

⁷⁰ A política de Paul Volcker pautava-se pelas convicções monetaristas, segundo as quais o controle da oferta monetária determina a inflação da economia. O aperto monetário requerido para conter a inflação, através das intervenções do Fed no mercado financeiro, traduzia-se no aumento da taxa de juros e na queda do produto. Nessa época, o aumento da taxa de juros não era ação deliberada do Banco, mas consequência do processo. Ver Goodfriend (1993, 2007).

⁷¹ Ver Volcker (1978).

lugar a postura que o Fed tomou durante a desinflação teria demonstrado, na visão do autor, que se um Banco Central agir de maneira determinada, ele pode ganhar credibilidade na busca pela baixa inflação, sem qualquer tipo de mandato governamental para tal – embora essa credibilidade seja frágil e testada periodicamente pelos surtos inflacionários desestabilizadores. Por fim, o período teria evidenciado que um enrijecimento bem programado da política monetária pode reduzir as expectativas de inflação futura e evitar o ressurgimento da inflação sem criar recessão – exatamente como a teoria prevê de acordo com o papel do termo $E_t(\pi_{t+1})$ da Equação 3 do modelo padrão.

O período em que Alan Greenspan assumiu a presidência do Fed, sucedendo Paul Volcker, também teria dado contribuições que suportaram a teoria do Novo Consenso com relação à política monetária. Na visão de Goodfriend (2007), a mais significativa é que, na ausência de grandes recessões ou com recessões infrequentes e moderadas, a política monetária mostrou que pode sustentar baixos níveis de inflação acompanhados de baixas taxas de desemprego. Na era Greenspan, o Fed se negou a anunciar uma meta para a inflação, mas sua política foi caracterizada por um foco consistente em manter a inflação tão baixa a ponto de ser negligenciada – para alguns, esse comportamento pode ser visto como uma forma implícita de metas para a inflação. Segundo o autor, o outro ensinamento trazido do período Greenspan teria decorrido de sua conduta paciente em trazer a inflação para sua meta implícita, mostrada pela flexibilidade em mover a inflação de volta aos patamares anteriores aos choques, depois da ocorrência dos mesmos.

Goodfriend (2007) ressalta que outro ponto significativo da influência do Fed na convergência sobre a maneira de conduzir a política monetária ocorreu em 1994, quando o enrijecimento da política de juros mostrou mais uma vez que era possível trazer a inflação de volta para níveis baixos sem criar recessão. A diferença é que neste episódio, o Fed passou a anunciar a meta para a taxa de juros dos títulos públicos (a *Fed's Fund Rate*), promovendo uma mudança significativa em termos de política⁷² e dando o primeiro passo em direção a uma maior comunicação entre o banco e o público. Como consequência dessa atitude, o próprio público teria começado a enxergar a política monetária através do ajuste da taxa de juros e como uma força

⁷² Do pós-guerra em diante argumenta-se que as políticas macroeconômicas eram conduzidas de maneira obscura, pois nunca se sabia ao certo quais eram seus objetivos ou as metas estabelecidas, se havia. Críticas com relação a esse tipo de condução, que é classificada como discricionária, podem ser encontrada nos trabalhos de Milton Friedman, durante os anos 1950 e 1960. A escola novo-clássica intensificou essa crítica e o resultado acabou se tornando um dos pilares do Novo Consenso.

estabilizadora da inflação, emprego e taxa de juros de longo prazo. Quando a recessão de 2001 chegou, outra lição sobre a política monetária teria sido ensinada pelo Banco Central dos EUA: a credibilidade com relação à busca por uma baixa inflação fortalece o poder da política monetária em agir contra as recessões.

Podemos aqui apenas ressaltar, de maneira breve, que desta interação entre o público e o Banco Central surge uma das principais relações que caracterizam o processo atual de fixação tanto das metas de inflação quanto da taxa de juros de referência da economia: a resposta da política monetária às expectativas do mercado. Como percebemos claramente no caso brasileiro, o Banco Central também leva em consideração as avaliações do mercado quanto às taxas futuras esperadas para a inflação e juros para ajustar o nível corrente da taxa básica de juros. Esse tipo de comportamento ressalta que o estabelecimento da meta para a taxa de juros também é, em parte, de decisão do mercado. Neste sentido, as regras para a execução da política também se impõem em grande medida para ratificar as expectativas dos agentes sobre o comportamento das variáveis-chaves da economia, diminuindo o risco de divergências significativas entre as projeções do mercado e as ações do Banco Central. Assim, é possível afirmar que o diálogo estabelecido entre o Banco e público a respeito da condução da política monetária acaba fazendo com que essa política se torne, em alguma medida, pró-mercado.

A discussão mais aprofundada desta questão, contudo, levanta amplas considerações – principalmente de economia política – que fogem ao escopo do trabalho aqui proposto. Dessa forma, como argumentamos ser o objetivo da seção, o processo de desenvolvimento do consenso em torno da política monetária, como presente em Chari e Kehoe (2006), Bean (2007), Blanchard (2008) e Arestis e Sawyer (2008), entre outros, exemplifica mais uma vez a atuação conjunta entre os macroeconomistas teóricos, representando a academia, e os formuladores de políticas, representados pelo Banco Central⁷³.

Segundo a apresentação de Goodfriend (2007), no caso dos EUA, a contribuição dos avanços nas pesquisas da academia sobre o consenso em torno da política monetária é enxergada de duas maneiras, divididas basicamente em duas etapas. A primeira, na década de 1970, quando houve o incentivo acadêmico para a atuação de Volcker na busca pela desinflação.

⁷³ É certo que em muitos dos casos não há a distinção entre os dois lados, uma vez que a grande parte dos formuladores de políticas vem da academia e possuem grandes contribuições teóricas. O ponto é que o trabalho desenvolvido nas instituições que programam as políticas e os das instituições que desenvolvem as teorias por meio de pesquisa, neste caso, convergiram, promovendo um reforço mútuo.

Posteriormente, nos anos 1990, quando a experiência do período de desinflação conseguido pela política de Volcker foi usada como exemplo para o desenvolvimento dos componentes do que viria a ser a estrutura teórica do consenso sobre a política monetária. Os acadêmicos andaram em linha, por assim se dizer, com a política conduzida pelo Fed, reforçando-a, uma vez que construíram um arcabouço teórico em que esta instituição consegue manter a estabilidade inflacionária usando apenas a política monetária⁷⁴. Como a experiência prática de uma série de opções não monetárias havia falhado nesse intuito – controle de preços, salários e crédito, bem como a política fiscal – e como a política de juros mostrou-se relativamente eficiente, a política monetária acabou tornando-se cada vez mais a opção mais atrativa. A atração foi tão significativa que se deixou de lado, na Nova Síntese, uma análise mais consistente sobre as alternativas à política monetária quando essa tem suas fraquezas evidenciadas ou quando não é capaz de responder aos acontecimentos da realidade conforme a teoria prevê. Na próxima seção mostraremos algumas das críticas levantadas a esse tipo de política monetária.

1.5 – Críticas à efetividade da Política Monetária: A ineficiência da taxa de juros

Há uma série de argumentos que contestam a capacidade da política monetária atingir os objetivos esperados quando conduzida de acordo com o modelo da Nova Síntese Neoclássica⁷⁵. As críticas se baseiam numa mistura dos argumentos estritamente teóricos, que remetem à estrutura do modelo, com as evidências empíricas, que contradizem as predições da teoria. Arestis (2009, p.10) mostra uma síntese no que se refere a essas críticas. De acordo com o autor:

...low inflation and price stability do not always lead to macroeconomic stability (Angeriz and Arestis 2007 and 2008); insufficient attention is paid to the exchange rate (Angeriz and Arestis 2007); there is insufficient evidence for a long-run vertical Phillips curve (Juselius 2008); there is insufficient evidence that NAIRU is unaffected by aggregate demand and economic policy (Arestis, Baddeley, and Sawyer 2007) and by flexible labor markets (Arestis and Sawyer 2007); countries that do not pursue IT [inflation target] policies have done as

⁷⁴ “One reason the Federal Reserve began to talk openly about interest rate policy in 1994 was that academic economists had begun to do so. Indeed, thinking about monetary policy as interest rate policy is one of the hallmarks of the new consensus that has made possible increasingly fruitful interaction between academics and central bankers”. (Goodfriend, 2007, p. 59).

⁷⁵ Uma busca a fundo das possíveis objeções à política econômica da Nova Síntese nos leva a uma vasta literatura que se propõe a discutir cada aspecto da abordagem em particular.

well as the IT countries in terms of the impact of IT on inflation and locking-in inflation expectations at low levels of inflation (Angeriz and Arestis 2007 and 2008[2008b]); there is insufficient evidence to downgrade fiscal policy (Angeriz and Arestis 2009); there is insufficient evidence that the NCM theoretical propositions are validated by the available empirical evidence (Arestis and Sawyer 2004b[2004] and 2008[2008b]); and the IT policy framework can only pretend to tackle demand-pull inflation, but not cost-push inflation (Arestis and Sawyer 2009 [2008]).

Apesar da relevância de toda essa sorte de argumentos, uma análise de sua totalidade demandaria tempo e espaço não disponíveis neste trabalho⁷⁶. Além do mais, fugiria ao escopo do que é proposto aqui. Nosso foco será basicamente nas críticas levantadas à Equação 3 do modelo, principalmente no que se refere à capacidade da taxa de juros atuar como único instrumento de política, e na crítica um pouco mais ampla da política monetária enquanto única política de estabilização⁷⁷.

Dessa forma, quando se leva em consideração a política de ajuste na taxa de juros enquanto instrumento de política econômica, há vários argumentos que conseguem refutar a conclusão de que a ela consegue guiar a economia de maneira a garantir o equilíbrio entre demanda e oferta agregadas (portanto, hiato de produto zero) e a inflação na meta.

Do próprio modelo resulta que, com o hiato de produto igual a zero e a inflação constante (igual à meta), a solução para a taxa de juros real da economia torna-se $r^* = a_0/a_3$ (da interação entre a Equação 1 e a Equação 3). Arestis e Sawyer (2002) atentam para o fato de que essa taxa de juros pode ser negativa, refletindo alterações no componente autônomo da equação (a_0). Como na prática uma taxa de juros negativa seria impossível de ser alcançada, a argumentação dos autores é que, mesmo que fosse determinada uma taxa positiva, há a hipótese dessa taxa ser tão baixa a ponto de não ter implicação econômica alguma. De acordo com o raciocínio, a taxa que igualaria poupança e investimento agregados no nível de produto potencial poderia ocorrer num nível inferior ao mínimo necessário para os bancos fornecerem empréstimos – nível esse que pode ser considerado como a taxa de referência ajustada pelo Banco Central somada a algum fator de risco atribuído pelos bancos para a concessão dos empréstimos.

⁷⁶ Sugerimos aos leitores mais interessados em algum aspecto em particular das críticas a consultar a bibliografia referida na citação de Arestis (2009, p.10).

⁷⁷ Outra crítica à abordagem da Nova Síntese será desenvolvida no Capítulo 2, e se refere à ausência de um papel ativo, ou ao preterimento da política fiscal enquanto política de estabilização.

Outro ponto importante, relacionado ao anterior, é que a taxa de juros ajustada pela autoridade monetária pode não ter efeito sobre o investimento e a poupança, de maneira que seus ajustes seriam ineficientes no intuito de zerar o hiato de produto. A questão do investimento é, na realidade, tema bastante controverso no modelo e na conseqüente análise feita pelo Novo Consenso. Blanchard (2008, p. 9) afirma que a Equação 1 é simplesmente falsa, pois “ignora a existência do investimento” e se baseia apenas no efeito da taxa de juros sobre a substituição intertemporal do consumo. Já Arestis (2009, p. 6) elucida a questão afirmando que “[t]here is not what we may term an independent investment function in the sense of arising from firms’ decisions taken in the light of profit and growth opportunities, separated from savings decisions of households”; isso porque o investimento, no modelo, é encarado como a variação no estoque de capital necessário para acompanhar a trajetória de crescimento do produto, que já está pré-determinado pelo produto potencial.

Na mesma linha dessa crítica está o fato de que a relação entre a taxa de juros ajustada pelo Banco Central e a que de fato é relevante para as decisões econômicas pode ser incerta e inexata. Enquanto o Banco Central ajusta a taxa nominal de curto prazo, a taxa relevante costuma ser a taxa real de longo prazo e os ajustes na primeira não necessariamente têm o mesmo sentido e impacto na segunda⁷⁸ (Arestis e Sawyer, 2002; Carlin e Soskice, 2006).

O modelo também ignora o impacto que os ajustes na taxa de juros têm sobre as contas externas, o balanço de pagamentos – se a teoria da paridade dos juros se sustenta, de maneira que o diferencial de juros entre as moedas é igual à expectativa de variação cambial, taxa de juros internas altas, que podem resultar em movimento deflacionário, são associadas a valorização cambial, que pode comprometer, por exemplo, o resultado em transações correntes da economia. Apesar de não haver dúvidas a respeito do impacto das taxas de câmbio sobre as pressões inflacionárias, a inclusão das expectativas de variação no câmbio na regra de condução da política monetária ainda é um tema controverso (Arestis, 2007). Os modelos para a economia aberta⁷⁹ do Novo Consenso incorporam a influência da taxa de câmbio real e da taxa de juros externa de referência sobre a conta corrente e a influência da taxa de juros interna sobre a taxa de

⁷⁸ Como Goodhart (2007) nos lembra, há também a questão do risco e da incerteza, presentes no mundo real e que não são captados pela utilização de uma única taxa de juros. Segundo Arestis (2009), a utilização de uma ampla gama de taxas de juros é a forma mais apropriada e realista de lidar com a questão.

⁷⁹ Ver as considerações a respeito presentes em Arestis (2007, 2009).

câmbio real, mas não levam em consideração a possível influência dos juros externos e da taxa de câmbio na taxa de juros doméstica⁸⁰.

A taxa de juros real de equilíbrio é uma variável de difícil estimação. Por não ser uma variável observada na prática, o Banco Central deve estimá-la e, nesse processo, pode cometer erros significativos: seja devido à imperfeição das informações necessárias à estimação; seja porque os parâmetros que determinam a taxa de juros real podem variar (e de fato variam) ao longo do tempo⁸¹; seja por pura incapacidade técnica do Banco (Arestis e Sawyer, 2002). Em outros termos, o argumento expressa o fato de que a taxa de juros real é fortemente dependente do modelo da economia e, se o Banco Central não tiver certeza sobre o verdadeiro modelo, não consegue captar os movimentos na taxa de juros real para servir como indicador da condução da política monetária (De Fiore e Tristani, 2008).

A ausência de um setor financeiro no modelo da Nova Síntese é outra fonte de críticas à estrutura teórica e a conseqüente proposta de política. Mudanças na taxa de juros (como um aumento para conter a inflação) que pode ter sérios efeitos sobre os empréstimos bancários (aumento do custo de endividamento, por exemplo) estão completamente desconsiderados pelo Novo Consenso. Na análise de Arestis (2009), o modelo opera sob o pressuposto de mercados eficientes, de maneira que não se considera que os agentes têm restrição de liquidez ou, alternativamente, que exista racionamento de crédito de alguma sorte. Da mesma forma, como ressaltado por Goodhart (2007), entre outros, ignora-se, por pressuposto, outros elementos que influenciam o canal de transmissão da política monetária via crédito⁸², como a percepção de (e aversão ao) risco e incerteza por parte tanto de tomadores quanto de fornecedores de empréstimos⁸³. Como Arestis (2009, p. 11) afirma, “[t]he parts of the transmission mechanism of monetary policy, which involve credit rationing and changes in the nonprice terms on which credit is supplied, are excluded by assumption”.

⁸⁰ O trabalho de Sgherri (2005) testa a hipótese de que a estabilização da taxa de câmbio real deveria ser uma meta direta de política. Para isso, o autor inclui na regra de política monetária um termo que capta a influência do desvio da taxa de câmbio real de uma taxa de câmbio real de equilíbrio sobre a taxa de juros doméstica. Seu resultado é que “*exchange rates are generally not key for systematic monetary responses in inflation targeting open economies*” (Sgherri, 2005, p. 23, ênfase no original).

⁸¹ O que estaria de acordo com a própria “crítica de Lucas”.

⁸² Mas, como Friedman (2003, p. 6) atenta: “...*integrating the credit markets into both the theoretical and the practical analysis of monetary policy is going to be harder*”.

⁸³ Fontana (2009) ainda resalta os efeitos distributivos da taxa de juros. De acordo com o autor, as empresas, que encaram as taxas de juros como custos para tomar emprestado dos bancos, podem repassar esse custo para os consumidores, desencadeando um processo inflacionário ou deflacionário. O autor resalta ainda que as taxas de juros são rendas para os agentes do mercado financeiro, que pouco se relacionam ao processo produtivo.

Também por pressuposição, o modelo não leva em consideração os impactos das alterações nos mercados financeiros. Segundo Fontana (2009a), após o estouro da bolha de 1990, os acadêmicos começaram a questionar se o Banco Central também deveria levar em consideração a variação nos preços dos ativos financeiros quando da implementação da política monetária⁸⁴. Entretanto, como Minsky (1982), Wray (2008), e Tymoigne (2009) afirmam, o mercado financeiro como um todo, não só através dos preços dos ativos, tem impacto sobre a economia. Desta maneira, esta “instituição” em si deveria ser levada em consideração na determinação da política pelo Banco Central. Uma vez que o movimento nas taxas de juros pode levar à especulação e à instabilidade financeira, com sérias conseqüências para a economia real, a dinâmica do mercado financeiro poderia (ou deveria) ter a mesma atenção que as expectativas de inflação na estruturação do modelo e na preocupação de política por parte do Banco Central.

Estas considerações em conjunto são a base para o desenvolvimento de uma crítica mais pontual com relação à capacidade da teoria em vigor de explicar e dar conta dos acontecimentos recentes da economia, principalmente os da crise que se desenvolveu a partir de 2008, cujo início é reconhecidamente atribuído ao estouro da bolha no mercado financeiro. Até então, argumentava-se que o modelo parecia fornecer a maneira ideal de conduzir a economia ou de garantir a estabilização quando da ocorrência de pequenos choques ou crises sem grandes escalas⁸⁵. Entretanto, a crise de 2008 forneceu mais evidências, talvez a maior delas, para que o modelo passasse a ser questionado de maneira ainda mais intensa. Aliada às objeções acima discutidas, outros tipos de argumentos que contestam as estruturas do Novo Consenso se referem à ausência de uma discussão a respeito na política fiscal nessa abordagem. Essa convergência do pensamento macroeconômico tendeu a ignorar o papel e a capacidade de atuação da política fiscal, ressaltando os aspectos que dariam a esta política o caráter de ineficiente enquanto política macroeconômica. Uma crítica mais completa tanto do modelo como um todo, quanto da incapacidade da sua proposta de política em lidar com acontecimentos como o da crise recente só

⁸⁴ Na crise atual, como veremos no Capítulo 3 desse trabalho, essa discussão também esteve presente, principalmente quando levamos em consideração os trabalhos produzidos pelo *staff* do FMI (representando ou não as posições oficiais do Fundo) e os do alto escalão do Fed (Kohn e Bernanke, principalmente). Grosso modo, enquanto os primeiros defendem que o Fed também deveria levar em consideração o mercado financeiro na condução da política monetária, os últimos continuam na defesa de que as variações nesse mercado não são objetos para essa política. Mais detalhes sobre a discussão serão vistos no capítulo referido.

⁸⁵ Na consideração do modelo como um todo, mesmo Blanchard (2008), que reconhece sua importância no desenvolvimento das considerações da Nova Síntese, afirma que a estrutura de análise desenvolvida pode ter aplicação num ambiente de inflação baixa e estável, mas não é relevante em outros cenários.

é possível quando se tem em mente a evolução da política fiscal ao longo do tempo. No capítulo que segue trataremos desse tema.

Considerações finais

Neste capítulo mostramos que nos últimos quinze ou vinte anos existe uma convergência no pensamento *mainstream* em macroeconomia que não se via desde a Síntese Neoclássica do Pós-Guerra. Mostramos que, após o período de divergência de visão e intenso debate entre Novos Clássicos e Novos Keynesianos, as duas escolas começam a dividir a mesma estrutura teórica e a propor o mesmo tipo de política, o que se convencionou chamar de Nova Síntese Neoclássica ou Novo Consenso em Macroeconomia.

A estrutura teórica em comum é partilhada nos termos do “modelo padrão” que, com a estrutura simples, substitui o uso dos “super modelos” usados anteriormente e dá uma visão analítica geral do funcionamento da economia de acordo com essas abordagens. É do modelo também que surge a principal proposta de política econômica, que talvez seja a grande expressão desse consenso: a utilização da política monetária como única política de estabilização, conduzida de acordo com os ajustes da taxa de juros pelo Banco Central. Na realidade, como alguns autores afirmam, o consenso em relação à política monetária se formou por meio de duas vias, de reforço mútuo – a teórica, dada pelo desenvolvimento das pesquisas na academia, e a prática, dada pela condução da política por parte dos Bancos Centrais (notadamente o Fed) segundo as predições da teoria com um relativo sucesso no combate à inflação.

Entretanto, mostramos também que a estrutura do Novo Consenso possui vários pontos críticos, relacionados à própria forma como a política econômica é pensada e como a política monetária é executada. O foco foi na capacidade da taxa de juros de atuar enquanto único instrumento de política de lidar com todos os tipos de problemas que podem ocorrer na economia, como no caso das crises no mercado financeiro e das grandes recessões econômicas. Tendo em vista a crítica a esse tipo de política nessas situações, afirmamos que uma análise mais ampla deve ser levada em consideração quando levantamos a discussão a respeito da política fiscal, que será assunto do próximo capítulo.

II – A Política Fiscal em Perspectiva teórico-histórica: as peculiaridades da Nova Síntese Neoclássica

Introdução

A convergência do pensamento macroeconômico *mainstream* em torno da política monetária enquanto ferramenta de estabilização econômica tem, como resultado paralelo, a redução na importância da política fiscal enquanto tal. Na visão de alguns autores (Arestis e Sawyer, 2002, 2003a; Tcherneva, 2008; Fontana 2009a, entre outros), o Novo Consenso em Macroeconomia é sintetizado pela elevação (“*upgrade*”) do papel atribuído à política monetária e pelo conseqüente rebaixamento (“*downgrade*”) da política fiscal. Como mostramos no capítulo anterior, a ausência de uma discussão aprofundada a respeito da política fiscal, tanto no modelo teórico quanto nas conseqüentes propostas de política do Novo Consenso, é evidência desse rebaixamento. No modelo padrão da Nova Síntese, a equação que representa a política econômica (Equação 3) discrimina a regra para a condução da política monetária, na forma dos ajustes da taxa de juros, mas não faz menção à política fiscal. A única referência à política fiscal é o termo a_0 da Equação 1, que coloca as variações nos gastos e/ou arrecadação públicas juntas a todos os tipos de choques exógenos ao modelo^{1,2}.

Inúmeros exemplos na literatura recente reconhecem a carência de uma discussão mais consistente a respeito da política fiscal. Solow (2002, p. 1), artigo em que propõe o repensar da política fiscal, afirma que “[*s*]erious discussion of fiscal policy has almost disappeared”³ e Blinder (2004, p. 1), argumenta que “(...) *virtually every contemporary discussion of stabilization policy by economists – whether it is abstract or concrete, theoretical or practical – is about monetary policy, not fiscal policy.*”

Já Blanchard (2008, p.11, nota 5), por seu turno, justifica a ausência da discussão a respeito da política fiscal enquanto política de estabilização reconhecendo que este seria um

¹ “*Fiscal policy – captured in the simple three-equation system by the fiscal-policy parameters in the aggregate demand relationship (...) – is just one of the things that the policy-maker reacts to, along with any other ‘shocks’ hitting the economy. The main functions of aggregate macroeconomic policy – the control of inflation in the medium term and, subject to that, stabilization of both inflation and output – are assigned to the monetary authority and to monetary policy.*” (Allsop e Vines, 2005, p. 493)

² Como veremos na discussão que segue, alguns autores ampliam o modelo padrão para deduzir uma regra de condução da política fiscal. Neste caso, os modelos passam a ter pelo menos 5 equações pois também se apresenta uma equação para a restrição orçamentária do governo. Entretanto, a maior parte dessa bibliografia representa as vozes em favor da política fiscal, fora do Novo Consenso.

³ A mesma constatação é feita por Friedman (2007, 50): “*For the most part, however, fiscal policy has mostly disappeared from discussion at both the popular and academic levels.*”

resultado inerente ao processo de formação do Novo Consenso, em que o Banco Central ganha status de principal instituição responsável pela política macroeconômica:

Because the model is clearly well designed to look at monetary policy, and also perhaps because central banks are rich institutions with large research departments and conference money, there has been substantially more work on monetary policy than on fiscal policy. A good normative theory of fiscal policy in the presence of nominal rigidities remains largely to be done.

No mesmo sentido de Blanchard (2008), Andersen (2005, p. 2) constata que recentemente há uma vasta e crescente literatura a respeito do papel da política monetária e que, “[s]omewhat surprisingly, fiscal policy has not attracted as much interest, and recent literature devotes very scant attention to fiscal stabilization policy”. Para o autor, essa falta de interesse pela política fiscal enquanto objeto de estudo é surpreendente por dois motivos. Em primeiro lugar, os formuladores de políticas nunca deixaram de se preocupar com a política fiscal e sempre recorrem a esse instrumento quando se faz preciso o esforço de estabilizar a economia⁴, mesmo que a frequência com que isso ocorra tenha diminuído sensivelmente nas últimas décadas (FMI 2008). Em segundo lugar, para muitos países, como e principalmente os da União Européia, a política fiscal é o único instrumento de estabilização disponível, uma vez que a “política” monetária é determinada “em conjunto”, pelo Banco Central Europeu⁵. Desta forma, Andersen (2005) acredita que não seria algo natural a pouca atenção despendida pela academia (*mainstream*) à política fiscal.

Blinder (2004, p. 2), por outro lado, apesar de reconhecer que as mudanças nas “visões frágeis e otimistas a respeito da política fiscal”, típicas da discussão dos anos 1960, tenham se movido muito para os extremos, considera que a política monetária merece o papel proeminente que tem hoje em dia e afirma que é perfeitamente apropriado que se tenha de 10 a 20 conferências sobre política monetária para cada uma de política fiscal⁶.

⁴ Visão semelhante é partilhada por Auerbach (2005, p. 4), uma vez que o autor afirma que talvez os “políticos” não demonstrem a mesma falta de entusiasmo pela política fiscal que os economistas têm demonstrado. Sua justificativa é que “[p]erhaps politicians have not learned anything about the practice of fiscal policy since the 1970s; or perhaps economists have”, sugerindo que, na sua visão, a academia aprendeu mais com os fatos daquela década do que os formuladores de políticas, avançando tanto em termos teóricos quanto no de sugestão de políticas.

⁵ Alguns autores, como Wren-Lewis (2000) e Allsop e Vines (2005) entre outros, mostram as argumentações em favor da política fiscal específicas para o caso da União Européia.

⁶ O autor, mesmo mostrando “o caso contra o caso contra a política fiscal” (alusão ao título do trabalho “*The Case against the Case Against Fiscal Policy*”), não desafia a “visão padrão” de que o Banco Central “*tem e deve ter*” o papel dominante na política de estabilização.

Numa visão oposta a esses argumentos está Fontana (2009b, p. 34), que se mostra crítico na sua constatação a respeito do tratamento que é dado à política fiscal pelo *mainstream*. De acordo com o autor, “[o]n the rare occasions when fiscal policy is discussed, it is mostly to argue against its use for stabilization objectives or inflation control.”

Como podemos perceber, a política fiscal está fora do “núcleo duro” da teoria da Nova Síntese Neoclássica, ou pelo menos não tem, no atual *mainstream* econômico, a mesma atenção, e tampouco o mesmo papel que tinha cerca de meio século atrás⁷. Nossa proposta é analisar essa situação e mostrar o papel da política fiscal para o *mainstream* nas últimas décadas.

Dessa forma, apresentamos neste capítulo, em primeiro lugar, os argumentos que levaram ao rebaixamento da política fiscal para que possamos apresentar então a mudança que ocorre na sua concepção. Em seguida, analisamos como a política fiscal é entendida na Nova Síntese Neoclássica, tanto na sua visão “tradicional” de controle das contas públicas quanto na perspectiva recente de que ela pode ser uma ferramenta de estabilização de curto prazo. Finalizando a discussão, antes das considerações finais do capítulo, mostramos uma visão alternativa (crítica) à do Novo Consenso quanto ao papel da política fiscal, mas que usa os mesmos pressupostos deste pensamento.

2.1 – O preterimento da Política Fiscal em favor da Política Monetária

A maior parte da bibliografia relevante afirma que o movimento que deixa a política fiscal relegada a um segundo plano e a política monetária em evidência se deve basicamente a dois conjuntos de argumentos: um de natureza teórica ou econômica e outro de natureza prática ou política⁸. Como já discutimos os fatores que levaram ao consenso em torno da política monetária, e como partimos do pressuposto de que a discussão a respeito das críticas às políticas discricionárias de estabilização é de amplo conhecimento, tentaremos, nessa seção, evidenciar os dois conjuntos de argumentos contrários ao caso específico da utilização da política fiscal. Temos

⁷ De acordo com Tcherneva (2008, p. 3), demorou não mais do que quatro décadas após a publicação da *Teoria Geral* – que ofereceu uma visão revolucionária a respeito da determinação do emprego e do produto, e uma motivação para a necessidade da política fiscal em manter o pleno emprego – para que houvesse um virtual abandono da discussão a respeito da política fiscal no *mainstream*.

⁸ Alguns autores como Solow (2005) e Leith e Wren-Lewis (2005a) ressaltam ainda a Economia Política dos argumentos, conforme veremos.

consciência de que muitos deles se dão em comparação desta política com a política monetária e, nestes casos, faremos as considerações necessárias⁹.

2.1.1 – Argumentos teóricos

Na perspectiva do Novo Consenso, a rigidez nominal de preços e salários é condição suficiente para que choques na demanda agregada tenham impactos reais no produto no curto prazo. Entretanto, dentre toda a sorte de argumentos teóricos contrários à ação da política fiscal, um em especial defende que a política sequer tem efeitos sobre a demanda agregada. O argumento da Equivalência Ricardiana (ou Neo-Ricardiana, como preferem Allsopp e Vines, 2005) parece ser aquele que mais despertou discussão após o debate entre keynesianismo x monetarismo.

De modo geral, a Teoria da Equivalência Ricardiana (TER) parte do princípio de que o aumento nos gastos públicos não altera o nível total de demanda agregada, independentemente da forma pela qual o governo o financie: pela emissão de dívida ou pelo aumento da tributação (Blinder, 2004; Fontana 2009a, 2009b). Há pelo menos duas grandes idéias que justificam essa argumentação.

Por um lado, de acordo com a proposição tradicional de Barro (1974), todo financiamento do gasto público tem como contrapartida um ônus para os agentes (famílias ou firmas). Quando o financiamento é feito por meio do aumento da tributação, o ônus é o próprio pagamento dos tributos adicionais (dado pela variação das alíquotas já existentes ou pela criação de novos tributos). Já no financiamento através de emissão de títulos da dívida pública, o ônus equivale a uma taxa futura suficiente para o pagamento dos juros da dívida emitida, durante a validade do título, bem como a uma taxa que cubra o pagamento do principal – que representa o empréstimo que o governo fez junto ao público (Fontana 2009a).

Por outro lado, a TER considera que os indivíduos determinam suas decisões de gasto (seu padrão de consumo) de maneira intertemporal, levando em consideração o valor presente líquido de seus rendimentos – ou seja, consideram o valor de todos os fluxos de rendimentos líquidos de tributação que esperam receber ao longo da sua vida, descontados a uma taxa de juros

⁹ O ponto aqui é que os processos que resultam no aumento da importância da política monetária e conseqüente queda da importância da política fiscal constituem uma mesma discussão, entendida através do confronto de ambas as políticas. Entretanto, a estratégia assumida neste trabalho foi a de separar os argumentos específicos para cada um dos lados, numa tentativa de individualizar a discussão. Entendemos que mesmo nessa estratégia uma análise integrada pode ser constituída.

determinada¹⁰. Qualquer ação da política fiscal influencia a restrição orçamentária intertemporal dos indivíduos, pois implica, por exemplo no caso de um aumento dos gastos, na obrigação de arcar com o pagamento de uma taxa adicional no momento atual ou no futuro. Neste sentido, ao anúncio de uma política expansiva, os indivíduos ajustam suas restrições orçamentárias, determinando o nível de consumo e poupança intertemporais, sem que haja qualquer efeito sobre a demanda agregada.

Arestis e Sawyer (2003b) demonstram o argumento por meio de um exercício interessante: consideram o caso de um aumento na tributação financiado pela expansão dos títulos públicos, mantendo os gastos públicos constantes. Nessa proposição, a dívida pública e o montante de tributação são equivalentes e os consumidores, como agem sob expectativas racionais, conhecem a restrição orçamentária do governo e estão cientes de que um aumento nos impostos hoje será seguido de uma redução nos impostos no futuro¹¹. No caso demonstrado, os consumidores diminuem sua poupança sabendo que não terão que pagar mais no futuro (já que a dívida será menor). O aumento nos impostos é associado a uma diminuição na poupança. A renda permanente, contudo, não muda como um resultado do aumento dos impostos. Na ausência de restrições de liquidez e com mercados perfeitos de capitais, o consumo não muda (Barro, 1974).

Entretanto, a equivalência entre a dívida emitida e os tributos cobrados implica que um aumento na poupança do governo, resultado de um aumento na tributação, é totalmente ajustado pela poupança privada, de maneira que a demanda agregada não é afetada. O aumento dos impostos não tem qualquer efeito; a política hoje é totalmente frustrada e o multiplicador fiscal é zero. Da mesma maneira, uma redução nos impostos hoje é vista como um aumento nos impostos no futuro (o que é equivalente em termos de valor presente), deixando o público sem nenhuma melhora em termos de riqueza¹². A redução nos impostos de hoje pode estimular o gasto, mas a expectativa de aumentos futuros nos impostos reduz o gasto dos consumidores no mesmo montante.

¹⁰ Essa consideração se deve à Hipótese da Renda Permanente (PIH) de Friedman (1957), segundo a qual os indivíduos baseiam suas decisões de consumo na renda que esperam receber ao longo de sua vida, e não apenas na renda corrente. Ao agir dessa maneira os indivíduos constroem uma função de consumo intertemporal, onde períodos de renda corrente mais elevada “financiam” os de renda mais baixa. Na PIH outra hipótese fundamental é que não há restrição de crédito e o mercado funciona perfeitamente, para que seja possível a determinação do consumo intertemporalmente. Ver também Chao (2003).

¹¹ A literatura em favor da equivalência ricardiana assume que, mesmo que os indivíduos não vivam eternamente, eles deixam heranças e se preocupam com seus descendentes, de maneira que se importam com o aumento futuro na tributação.

¹² O efeito riqueza não ocorre.

Neste sentido, no caso geral, se os consumidores são ricardianos, argumenta-se que pouparão mais no *presente* para compensar os impostos *correntes* mais altos (no caso de um aumento do gasto público financiado por impostos) ou para compensar impostos mais altos no *futuro* (no caso de financiamento via emissão de títulos da dívida pública). O aumento do gasto público é exatamente compensado pela redução do consumo privado com o resultado de que a demanda total não se altera¹³ (Fontana, 2009a).

Seguindo essa linha de raciocínio Arestis e Sawyer (2003b, 2003c) afirmam que a Equivalência Ricardiana na realidade, nada mais é que um tipo de argumento que se encaixa sob o título geral de “*crowding out*”¹⁴, geralmente atribuído à política fiscal na teoria ortodoxa. Segundo os autores, as objeções com relação ao uso da política fiscal sob o argumento de que ela causa “*crowding out*” dos gastos privados podem ser vistas de acordo com mais três perspectivas. Estas são usadas, juntamente com o argumento da TER, na tentativa de invalidar teoricamente as ações de política fiscal enquanto políticas de estabilização, de controle, ou de estímulo da demanda agregada. Todas partem do princípio (“clássico”) de que o produto é determinado pela sua tendência natural e de que o nível de demanda agregada é determinado em consequência desse produto.

O primeiro tipo de “*crowding out*” levantado por Arestis e Sawyer (2003b, 2003c) se refere à “exclusão parcial” dos gastos privados devido ao aumento na taxa de juros, resultante de uma expansão fiscal. Essa argumentação vem da estrutura de análise do modelo IS-LM em que, *ceteris paribus*, um aumento nos gastos públicos desloca a curva IS para a direita elevando a taxa de juros que equilibra demanda por e oferta de moeda no novo ponto de equilíbrio¹⁵. Se outras variáveis da demanda agregada, como o investimento agregado, respondem negativamente à taxa de juros – como é o pressuposto do modelo – o aumento da taxa causa redução no nível agregado dessas variáveis. No caso limite, em que a curva LM é vertical, a teoria afirma que o aumento do gasto público é totalmente compensado pela redução nos investimentos, de maneira que o produto não se altera e o equilíbrio macroeconômico se dá num nível maior de taxa de juros. Nos

¹³ Como consequência do apresentado, grosso modo, a TER implica que o governo não deve, ou não precisa, se preocupar com o dilema de tributação versus déficits. O aumento dos impostos para cortar os empréstimos não aborta uma recuperação e tampouco diminui o crescimento. Da mesma maneira, não aumentar os impostos ou continuar a incorrer em déficits elevados tampouco deve ter importância. Ver Fontana (2009a, p. 14).

¹⁴ O sentido econômico do termo “*crowding out*” diz respeito à substituição de um componente da demanda agregada (uma variável de gasto) por outro. No caso em que se considera que o produto é pré-determinado pelas condições da oferta agregada (caso “clássico”) o aumento da parcela de um gasto deve reduzir a parcela de outro na mesma proporção. Seguindo esse tipo de raciocínio, afirma-se que o aumento dos gastos públicos, *ceteris paribus*, deve reduzir os gastos privados no mesmo montante.

¹⁵ Para mais detalhes a respeito do modelo IS-LM ver, por exemplo, Hicks (1937), Samuelson (1948) e Blanchard (2004a).

casos da LM com inclinação positiva, o argumento convencional é de que o aumento das taxas de juros devido à elevação dos gastos públicos causa uma redução parcial nos investimentos privados. A demanda agregada aumenta, mas a expensas de uma redução do investimento agregado.

Entretanto, como Arestis e Sawyer (2003b) afirmam, essa argumentação depende da hipótese de que a política monetária não acomoda a política fiscal, ou seja, a quantidade de moeda na economia é dada exogenamente e mantida constante ao longo do processo. Caso a oferta de moeda variasse em resposta à política fiscal seria possível aumentar a demanda agregada mantendo o mesmo nível de taxa de juros e o “*crowding out*” seria evitado.

A segunda linha de argumentação a respeito da ineficiência da política fiscal devido ao “*crowding out*” vem de uma das maneiras de se interpretar a relação contábil que expressa a poupança agregada da economia¹⁶. Segundo a identidade¹⁷:

$$PD = IP + DG + CC$$

onde, *PD* representa a poupança doméstica, *IP* o investimento privado, *DG* o déficit público e *CC* o superávit em conta corrente (ou *menos* o déficit em conta corrente), em termos nominais.

De acordo com tal interpretação, se a identidade for sempre mantida constante, qualquer aumento em uma das variáveis implica na redução de uma ou mais variáveis da relação. Neste sentido, o aumento do déficit público “absorve as demais poupanças” e o “*crowding out*” ocorre. Da mesma maneira que o aumento nos gastos públicos pode causar redução no investimento¹⁸ agregado, é possível que haja um “*crowding out*” internacional. Neste caso, o aumento das taxas de juros associado a uma expansão fiscal incentiva a entrada de capitais que, por sua vez, valoriza a taxa de câmbio. A valorização cambial deteriora o saldo em conta corrente (diminuindo o superávit ou aumentando o déficit) e compensa, assim, o aumento na demanda agregada originalmente iniciado pela expansão fiscal¹⁹ (Arestis e Sawyer, 2003b) – o gasto

¹⁶ Como mostrado em Cunningham e Vilasuso (1994-95) e Fazzari (1994-95).

¹⁷ A identidade contábil foi extraída, com modificações na notação, de Arestis e Sawyer (2003b).

¹⁸ Ver, para mais detalhes, Cunningham e Vilasuso (1994-95).

¹⁹ Para uma discussão mais detalhada ver Hemming *et alii* (2002)

público, portanto, substitui a demanda externa líquida. Em ambos os casos a elevação desses gastos resultou na diminuição dos gastos privados em igual magnitude.

Por fim, o terceiro tipo de argumento a respeito do “*crowding out*” causado pela política fiscal é o que mais se assemelha à teoria da Nova Síntese Neoclássica uma vez que, de acordo com Arestis e Sawyer (2003c), surge da combinação do pressuposto da existência da NAIRU com a determinação do nível de demanda agregada consistente com esse equilíbrio do lado da oferta.

De acordo com os autores, no arcabouço teórico em que cabe ao Banco Central ajustar a taxa de juros de referência da economia para manter a inflação na meta e o produto em torno do seu nível natural, o “*crowding out*” ocorre se, a despeito das variações na política fiscal, a política monetária continuar sendo ajustada no intuito de alcançar a NAIRU. Nas suas palavras:

...fiscal policy has an effect on the level of aggregate demand, and "crowding out" only occurs if it [is] assumed that the supply-side equilibrium must be attained (in order to ensure a constant rate of inflation) and that the level of aggregate demand would anyway be equivalent to the supply-side equilibrium (Arestis e Sawyer, 2003c, p. 6).

Isso significa que quando se busca o equilíbrio do produto, que por pressuposto já é pré-determinado do lado da oferta, as iniciativas da política fiscal são suprimidas pelos ajustes na taxa de juros por parte do Banco Central. A variação no produto (e/ou inflação) devido a um estímulo fiscal é entendida como um choque exógeno na economia (como uma variação no a_0 da Equação 1 do modelo padrão), de maneira que a reação por parte do Banco Central é o ajuste da taxa de juros na tentativa de dissipar o choque e fazer com que o produto volte ao nível de equilíbrio. Em outros termos, a política monetária, agindo de acordo com a regra de Taylor, pode anular os efeitos expansivos da política fiscal ao elevar os juros para conter a variação no produto e ao causar, possivelmente, o “*crowding out*” de algum outro componente da demanda. Nesta situação, o “*crowding out*” ocorre porque a política fiscal e a monetária não interagem de maneira positiva, por pressuposto do modelo²⁰. Dessa forma, como as respostas da regra de Taylor são

²⁰ Veremos mais à frente, na seção 2.3 que, além do “*crowding out*”, a busca pela estabilidade inflacionária através da política de juros com uma não-cooperação entre as políticas fiscal e monetária pode resultar numa espiral inflacionária, segundo a Teoria Fiscal do Nível de Preços.

ocorrências naturais da busca do equilíbrio macroeconômico já determinado pelas condições de mercado, o argumento é o de que a atuação da política fiscal neste intuito é desnecessária²¹.

2.1.2 - Argumentos não-teóricos

A despeito da argumentação teórica contrária às ações da política fiscal, afirma-se que a teoria, por si, não consegue explicar o processo que resultou no rebaixamento do seu papel enquanto política de estabilização. Alguns autores, como Blinder (2004), Fontana (2009b), Arestis e Sawyer (2003b), Solow (2005) e Forder (2007a), entre diversos outros, acreditam que esse rebaixamento deve-se também (senão majoritariamente) aos chamados argumentos práticos ou políticos, que resultam de uma série de acontecimentos histórica e geograficamente determinados. Fontana (2009b, p. 29), por exemplo, afirma que:

... ideology, policy mistakes and particular historical circumstances have played a role at least as important as economic theory in the rejection of post-war Keynesianism, and the consequent downgrading of fiscal policy.

De acordo com Allsop e Vines (2005), é possível distinguir duas linhas de raciocínio quando se investiga a argumentação que justifica, para o atual *mainstream*, o preterimento da política fiscal em relação à política monetária. A primeira delas é partir do princípio de que a política fiscal é *simplesmente ineficiente* e tentar justificar sua ineficiência através dos argumentos teóricos como os apresentados na seção anterior. Se esse for o caso, a consequência lógica e direta, na visão dos autores, é o desenvolvimento de uma abordagem em favor da política monetária.

A segunda via, a mais plausível na visão dos autores, é considerar que a política fiscal *pode ser eficiente*, mas é relativamente mais complicada de ser executada em relação à política monetária e, por isso, é dominada por esta como ferramenta de controle macroeconômico. Boa parte da justificativa para essa linha de raciocínio reside no período total despendido na implementação das políticas²². Neste sentido, a literatura reconhece que tanto a política fiscal

²¹ De acordo com Arestis e Sawyer (2003c) no contexto da Nova Síntese Neoclássica, o “*crowding out*” vem das ações deliberadas do Banco Central em ajustar a taxa de juros para alcançar os dois objetivos macroeconômicos. Veremos as críticas a esse tipo de comportamento mais à frente neste capítulo.

²² Com base na bibliografia selecionada, consideramos esse período como sendo o tempo decorrido em todo o processo da política adotada. Esse processo se inicia com o reconhecimento da necessidade de emprego da política, passa pelos impactos que esta terá sobre o produto e culmina na decisão de que o estímulo não é mais necessário bem como na sua consequente suspensão.

quanto a monetária possuem duas categorias de defasagens (os “lags” de política) que, quando comparadas, levam o atual consenso em macroeconomia a preferir a política monetária.

A primeira categoria é o “*outside lag*”, (a “defasagem externa”, ou “para fora”) que expressa o tempo que decorre entre o choque de política (ou seja, a implementação das ações) e seus efeitos na economia. De acordo com Blinder (2004), a evidência sugere que esse tempo é substancialmente menor no caso do estímulo fiscal que o correspondente da política monetária. Uma das explicações para esse fato é que o estímulo fiscal (principalmente o dos gastos públicos diretos e das transferências diretas) tem impacto imediato no produto, uma vez que é elemento de demanda agregada²³. O que não ocorre no caso da política monetária, uma vez que o impacto sobre a demanda depende da sensibilidade e da resposta dos gastos à variação da taxa de juros.

Entretanto, a segunda categoria de defasagem, denominada de “*inside lag*” (a “defasagem interna”, ou “para dentro”), que representa o tempo despendido na execução de todas as ações que constituem a política macroeconômica desejada – desde o reconhecimento da necessidade do estímulo à execução das ações apropriadas – é maior no caso da política fiscal do que no da monetária. Como o processo de execução completa de um estímulo fiscal deve passar por algum órgão de decisão – seja do Legislativo, do Executivo ou de ambos –, algumas dessas defasagens ocorrem por questões puramente administrativas (relacionadas à burocracia do processo); enquanto outras podem ocorrer por disputas estritamente político-partidárias^{24, 25}.

A discussão sobre a utilização da política fiscal ou da política monetária segundo essas categorias, apesar de pujante na visão do Novo Consenso, remete aos trabalhos de Milton Friedman, de maneira que o autor já alertava algumas das dificuldades de se usar política fiscal:

In the United States the revival of belief in the potency of monetary policy was strengthened also by increasing disillusionment with fiscal policy, not so much with its potential to affect aggregate demand as with the practical and political feasibility of so using it. Expenditures turned out to respond sluggishly and with long lags to attempts to adjust them to the course of economic activity, so emphasis shifted to taxes. But here political factors entered with a vengeance to prevent prompt adjustment to presumed need, as has been so graphically

²³ Além desse impacto direto na demanda agregada, se for válido o multiplicador fiscal do tipo keynesiano, o efeito pode perdurar por mais de um período.

²⁴ Blinder (2004) afirma que este é o principal problema dos EUA, pois Republicanos e Democratas quase nunca entram em acordo a respeito da execução dos gastos públicos. Recentemente, artigos jornalísticos apontam para o caso das dificuldades que o Presidente Barack Obama vai enfrentar por não ter conseguido maioria democrata na Câmara dos Representantes dos EUA.

²⁵ Assim como Blinder (2004), Fontana (2009a, p. 14) também reconhece que a política fiscal está sujeita a esses tipos de defasagens uma vez que se leva tempo para desenvolver, aprovar e implementar as medidas. O autor ainda admite que “[i]mportantly, the bigger is the discretionary, structural component of the fiscal policy change, the longer are the inside lags.”

illustrated in the months since I wrote the first draft of this talk. "Fine tuning" is a marvelously evocative phrase in this electronic age, but it has little resemblance to what is possible in practice – not, I might add, an unmixed evil (Friedman, 1968, p. 3).

Quando consideramos a argumentação do Novo Consenso em Macroeconomia, o contraste entre as defasagens internas e externas das políticas fiscal e monetária ficam evidentes e dá, à última, uma vantagem aparente. Sob essa perspectiva, Allsopp e Vines (2005) apresentam as vantagens da política monetária²⁶:

a) *Vantagem de tempo*: da forma como a política monetária está estruturada, a taxa de juros pode ser alterada fácil e freqüentemente. Dado o processo político que envolve a política fiscal, sua alteração é mais complicada e está sujeita defasagens maiores.

b) *Vantagem de custo*: também devido ao processo político e às ações necessárias à implantação das políticas, os custos de se alterar a política fiscal costumam ser maiores que os relacionados às mudanças na taxa de juros. Grosso modo, a argumentação é de que já é função corrente do Banco Central determinar as variáveis-objetivo da economia (calcular o produto potencial, estabelecer a meta de inflação e calcular a taxa de juros reais de equilíbrio) e os custos das alterações na política monetária representam, em termos amplos, os que já são inerentes à atividade corrente do Banco.

c) *Implicação na dívida pública*²⁷: na perspectiva do atual *mainstream*, argumenta-se que o uso ativo da política fiscal tem levado a déficits públicos persistentes e ao conseqüente aumento da dívida²⁸.

d) *Natureza do comprometimento*: novamente devido a seu caráter político, a política fiscal, na maioria dos casos, é comprometida com temas além da estabilização econômica e, dessa forma, é mais difícil de “despolitizar” do que a política monetária²⁹.

²⁶ Os autores consideram o caso de um regime de metas de inflação, que é inerente à teoria apresentada do Novo Consenso. Como veremos em seguida, de acordo com sua argumentação, neste regime, tanto o ajuste da taxa de juros quanto a política fiscal (ou ambas) podem ser usadas como instrumento de política. Entretanto, “[i]n normal circumstances, the advantages of the interest-rate instrument over fiscal policy do appear, however, to be substantial.” (Allsopp e Vines 2005, pág. 488).

²⁷ Essa idéia é apresentada em Arestis e Sawyer (2003b) como o “viés de déficit” relacionado à política fiscal. Os autores citam as considerações de Alesina e Perotti (1995) como os principais argumentos a respeito: “Voters and policymakers may be unaware of the government’s intertemporal budget constraint, and as a result favor budget deficits; they may wish to shift the fiscal burden to future generations; policymakers may wish to limit the room of manoeuvre of future governments strategically in terms of fiscal policy; political conflicts may delay fiscal consolidation in terms of sharing the burden of adjustment among various social groups, thereby producing a deficit bias; spending decisions may be subjected to irreversibility, which can lead to a public expenditure ratcheting effect” (Arestis e Sawyer 2003b, p. 10).

²⁸ O que se ignora nesta constatação é que o movimento na taxa de juros também leva às mesmas conseqüências sobre a dívida pública.

e) *Independência do executor*: seguindo o raciocínio presente na natureza do comprometimento da política, Allsopp e Vines (2005) afirmam que é mais fácil delegar a política monetária a autoridades isoladas da influência política (como o Banco Central independente ou Comitês de Política Monetária), preocupadas apenas com os objetivos de estabilização do produto e controle da inflação do que delegar a política fiscal a instituições semelhantes³⁰.

De fato, quando a política monetária é desenhada da maneira como é no Novo Consenso, o preterimento da política fiscal é uma consequência quase que natural. Blinder (2004) e Allsopp e Vines (2005) reconhecem que a política fiscal tem seus efeitos convencionais sobre a demanda agregada, mas num regime pautado em atingir a estabilidade da inflação, a principal razão de se utilizar a política monetária ao invés da fiscal é simplesmente o fato de ela ser, no geral, menos complicada de se empregar: os ajustes são feitos de maneira mais rápida, demandam menos burocracia e têm menos custos, principalmente aqueles relacionados aos embates políticos³¹.

Cada um dos argumentos acima desperta uma série de discussões que vão além do espaço aqui disponível. Entretanto, dentre as questões que surgem como desdobramentos do exposto, duas merecem destaque em especial. A primeira delas está presente em Arestis e Sawyer (2003b). De acordo com os autores, uma das grandes objeções à ação da política fiscal reside no argumento de que, na prática, esta política é pró-cíclica ao invés de anticíclica³². Isso significa que, devido às defasagens de reconhecimento, decisão e implementação, as políticas fiscais cuja intenção seja a de estimular a economia durante a baixa do ciclo acabam por ter efeito quando a economia já se recuperou, (o mesmo ocorrendo no caso inverso, com políticas desenhadas para lidar com períodos de grande crescimento – “boom” – econômico e que, na realidade, podem acabar por aprofundar a baixa do ciclo)^{33, 34}. Entretanto, segundo Arestis e Sawyer (2003b), esta

²⁹ Implicitamente, os autores levam em consideração que a prática corrente é a existência de um Banco Central independente das influências e determinações políticas.

³⁰ “*The experience of best-practice central-bank independence teaches that we can safely assume that the monetary authority is farsighted and does not aim for excess output. By contrast, the lack of delegation of fiscal policy to an independent agent means that, as a result of political pressure, fiscal policy-makers are likely to (i) discount the future too much, and/or (ii) aim for excess output*” (Kirsanova *et alii*, 2005, p. 533).

³¹ Auerbach (2005) afirma ainda que, além dos “lags” da política fiscal, outros dois obstáculos deixam sua implementação mais complicada no arcabouço atual: descobrir uma forma de avaliar as políticas potenciais; e lidar com a hipótese de que os agentes reagem não às políticas anunciadas, mas às políticas que são esperadas.

³² Como a literatura afirma, esse argumento é o de que a política fiscal é “*ill-timed*”. Ver, por exemplo, Blinder (2004), Auerbach (2005) e Krugman (2005), entre outros.

³³ Krugman (2005, p. 517) relata, da sua experiência pessoal como um graduando “*Saltwater*”, que lhes era ensinado a acreditar que a política fiscal era incapaz de ser estabilizadora, pois, como sua execução era demorada, as medidas expansivas ao invés de

crítica pode ser pertinente apenas em alguns casos, pois a força do argumento depende da relação entre a duração do ciclo econômico e o tamanho do “*lag*” da política. Para Auerbach (2005), com as defasagens inerentes ao processo, o desempenho da “política ativa ótima” fica deteriorado ao ponto que, após cerca de 10 trimestres, a política que era considerada ótima não o é mais – e ainda pode ser pior que uma política que seja constante³⁵, baseada em regras de atuação³⁶.

A segunda questão, levantada por Solow (2005) e usada como um dos argumentos para o “repensar” das instituições fiscais também de Leith e Wren-Lewis (2005a)³⁷, está diretamente relacionada aos itens *d* e *e* mencionados acima. De acordo com Solow (2005), a crítica relevante à execução da política fiscal se refere à (falta de) competência das instituições responsáveis em determinar a magnitude e o “*timing*” das ações da política. Para o autor, o Banco Central tem melhor capacidade técnica em lidar com as previsões sobre a economia do que o Legislativo (ou a esfera política em geral) principalmente porque, no caso, o Banco é entendido como uma instituição independente das influências políticas³⁸. Na sua argumentação, outro ponto que pesa contra a política fiscal é que, na prática, as instituições políticas de decisão não são capazes de rever suas decisões e assumir os erros de política quando cometem – uma vez que não é politicamente interessante fazê-lo. O Banco Central, ao contrário, teria, na visão do autor, maior dinamismo quanto à deliberação das medidas e revisão das decisões tomadas.

Solow (2005) afirma ainda que, a despeito da capacidade técnica dos órgãos legislativos e/ou executivos em determinar as previsões sobre o comportamento econômico e implementar as ações de política fiscal, existe um aumento generalizado na descrença com relação às ações do governo: a “opinião pública” (conservadora?) sempre acredita que existe uma

lutar contra a recessão acabavam por alimentar o “*boom*” econômico. O funcionamento dos estabilizadores automáticos ajudava no trabalho da política monetária, mas a política fiscal discricionária não era fomentada.

³⁴ De acordo com Allsopp e Vines (2005) algumas experiências mostram, nesse sentido, que a política fiscal tem sido, de fato, desestabilizadora. Ver, por exemplo, Dow (1964) e HM Treasury (2003).

³⁵ O autor mostra que esse é o principal argumento da bibliografia que afirma que a política fiscal no caso dos EUA foi, na realidade, desestabilizadora ao longo dos anos 1960 – 1970. Auerbach (2005, p. 1-5) usa como exemplo os diversos períodos em que o governo estadunidense aplicou o ITC (“*investment tax credit*”), uma espécie de subsídio ao investimento para a economia daquele país.

³⁶ A argumentação do autor se baseia em uma das principais críticas novo-clássica às políticas keynesianas: a de que não é possível determinar uma política ótima, tanto porque as condições gerais da economia mudam, quanto porque os agentes mudam suas decisões com base na política anunciada. O argumento se encaixa no debate “*regras VS discricionariedade*”, em que a primeira parece ser mais bem sucedida que a última na visão dominante atual.

³⁷ Mais detalhes a respeito serão apresentados na seção 2.4.

³⁸ Arestis e Sawyer (2003b) ao levantar as críticas institucionais do Novo Consenso ao uso da política fiscal também relacionam esse aspecto que, na sua apresentação, fica sob a questão da modelagem da incerteza. O argumento se relaciona à incerteza com relação às previsões sobre o curso futuro da economia que são necessárias para se tomar as decisões de política fiscal. Estão relacionados, aos “*lags*” internos, entre o anúncio e os efeitos da política. Entretanto, para os autores, o argumento da dificuldade de modelar a incerteza também se aplica à política monetária, e também à capacidade técnica do Banco Central, como visto na seção 1.5.

sobretaxação e que os gastos públicos são excessivos. Neste sentido, toda ação da “autoridade fiscal” é encarada com certa resistência. De fato, a maior preocupação do autor é a de “deixar os políticos de má índole fora da política”³⁹, pois, na sua visão, esse é o principal problema institucional em se lidar com a política fiscal discricionária – problema que tem sido usado como um dos principais argumentos “extra-teóricos” para rebaixar o papel da política. Na sua argumentação, o Banco Central é melhor instituição para a execução das políticas de controle macroeconômico porque não é político⁴⁰.

Somados à argumentação teórica e às considerações práticas/políticas contrárias ao uso da política fiscal enquanto política de estabilização estão os fatores históricos inerentes ao processo de queda do keynesianismo do pós-guerra e do “renascimento” da economia clássica a partir dos anos 1980⁴¹. Mesmo que a confluência de fatores teóricos e políticos tenha culminado no rebaixamento do papel atribuído à política fiscal, Krugman (2005) afirma que nem mesmo os economistas à época estavam convencidos de que os argumentos teóricos como “*crowding out*” tornavam a política ineficiente, mas “a sabedoria convencional” era de que ela era tanto desnecessária quanto não-confiável enquanto política de estabilização. Nos anos 1980, segundo o autor, divulgava-se que os macroeconomistas sensatos tinham pouco uso para a política fiscal e, porque a política monetária era sempre eficiente, aquela era desnecessária. Fontana (2009b), mesmo mostrando os casos em que a história contribuiu para a negação da política fiscal, acredita que o despreço pela política não é unanimemente suportado pela evidência histórica. Para o autor, o resultado refere-se mais uma *postura* contrária ao uso da política, tomada pelos formuladores de políticas com suporte dos acadêmicos de influência – situação em que as crenças pessoais têm peso significativo⁴². Já Blinder (2004, p. 12), por seu turno, sumariza os argumentos:

³⁹ No original (Solow 2005, p. 512): “*Deep down, the problem is to keep low politics out of discretionary fiscal policy*”.

⁴⁰ Em mais um relato de experiência pessoal, Krugman (2005) afirma que fazia parte da disciplina macroeconômica na qual se formou o ensino da descrença nos motivos políticos por trás das políticas de estabilização. O que se advogava era que um Banco Central independente, talvez operando por meio de regras, seria menos propício às tentações do que os políticos.

⁴¹ Por tomarmos essa discussão como de conhecimento geral e porque parte dela já foi objeto do primeiro capítulo deste trabalho, vamos ressaltar apenas as questões que nos ajudam a concluir essa discussão, de maneira a completar o que anunciamos no início do capítulo: que a argumentação que rebaixa o papel da política fiscal deve-se a fatores teóricos, práticos e historicamente determinados.

⁴² Ver, por exemplo, Forder (2007).

Long inside lags, weak tax effects due to the PIH [Permanent Income Hypothesis], and the vertical long-run Phillips curve have precious little to do with the monetarist claim of fiscal impotence (...) But all these problems with fiscal policy seemed to get mixed up together in the anti-Keynesian backlash, and fiscal stabilization fell deeply out of favor.

Neste sentido, fatores práticos e teóricos, amparados por circunstâncias históricas e crenças particulares, determinaram a queda da importância da política fiscal para o pensamento macroeconômico dominante no que diz respeito ao seu papel de ferramenta de estabilização econômica e, em especial, à sua eficiência discricionária. O processo que começou na década de 1960, tem o Novo Consenso em Macroeconomia como sua expressão atual. Essa visão compartilhada dos economistas do atual *mainstream* possui uma maneira particular de enxergar a política fiscal. A seção que segue se dispõe a apresentá-la.

2.2 – A Política Fiscal na Nova Síntese Neoclássica

Quando Tcherneva (2008, p. 3) analisa o Novo Consenso, reconhecendo o alinhamento do pensamento com relação à política monetária e às formas pelas quais se deve buscar o ajuste macroeconômico e a estabilização de curto prazo, argumenta que “... *while many issues may have been resolved, the role of fiscal policy is not one of them*”. Assim como diversos outros autores⁴³, Tcherneva (2008) toma a posição de que o tratamento da política fiscal no atual *mainstream* é algo diverso e difuso, impossível de se sintetizar em uma visão singular ou numa única posição e, como Allsopp e Vines (2005, p. 486) reconhecem:

There is some agreement in the consensus about fiscal policy, but only on a negative proposition: that fiscal policy does not normally need to be concerned with inflation control and stabilization, since that is better left to the monetary authorities. Beyond that, there is general agreement that fiscal policy needs to be ‘sustainable’. But this is where the consensus ends.

Uma argumentação interessante a respeito do fato de não haver nenhum papel explícito para a política fiscal no modelo do Novo Consenso é apresentada em Fontana (2009a). De acordo com o autor, enquanto o instrumento de política monetária é único – o ajuste da taxa

⁴³ Como, por exemplo, Allsopp e Vines (2005), Balls (2006), Lopreato (2006), Blanchard (2008) e Fontana (2009a), entre outros.

de juros – há uma ampla diversidade de instrumentos para a atuação da política fiscal⁴⁴. Em decorrência, a literatura a respeito também é bem diversa e, frequentemente, apresenta grandes divergências, impossibilitando uma “padronização” da discussão.

Entretanto, apesar de não haver uma teoria consolidada ou uma visão unificada no Novo Consenso, da mesma maneira que há para o caso da política monetária, a abordagem sobre a política fiscal remonta aos pressupostos fundamentais da visão novo-clássica. Munidos da hipótese das expectativas racionais determinando o comportamento dos agentes e do benefício teórico trazido do debate entre *regras VS discricção*⁴⁵, que favoreceu as primeiras na condução das políticas econômicas⁴⁶, os autores do Novo Consenso deixam de lado as ações específicas de administração da demanda agregada e defendem a idéia de que os dirigentes econômicos devem estar comprometidos com as “regras do jogo” ou com “a” estratégia de política econômica que permita, a cada período, validar as expectativas dos agentes e garantir os resultados macroeconômicos desejados (Lopreato, 2006, p. 5-6). Neste sentido, a discussão a respeito da política fiscal se concentra em questões amplas, como o controle das contas públicas, a eficiência e a qualidade da arrecadação e do dispêndio público e a garantia das (e credibilidade quanto às) ações que permitam a busca pela estabilidade macroeconômica. No limite, tais ações implicam na definição de regras fiscais, explícitas ou tácitas, para o comportamento do setor público, que assegurem a sustentabilidade da dívida pública⁴⁷ – variável usada como o principal indicador das condições financeiras do setor público, como veremos na discussão que segue.

De fato, é possível afirmar que não existe uma reivindicação unificada em termos da condução da política fiscal, mas sim um posicionamento comum quando às práticas fiscais que é partilhado pela academia (*mainstream*) e que, por vezes, influenciam os formuladores de políticas.

⁴⁴ As possibilidades de atuação da política fiscal na economia são diversas e uma análise de cada uma delas além de fugir ao escopo do trabalho aqui proposto, demandaria tempo e espaço não disponíveis. Dessa forma, apesar de não nos aprofundarmos na discussão de nenhum instrumento de política fiscal em especial, sempre que necessário usaremos exemplos desses instrumentos tanto para esclarecer a argumentação quanto para ser fiel a apresentação de algum autor em especial. Os instrumentos mais comuns de política fiscal podem ser apresentados como: variação do gasto público, aumento ou redução da tributação, alterações nas transferências diretas, aplicação ou suspensão de subsídios, incentivos fiscais, tributação especial e/ou diferenciada por setor ou atividade, entre outras.

⁴⁵ Ver por exemplo, Kydland e Prescott (1977), Barro e Gordon (1983) e Taylor (1993).

⁴⁶ Segundo Lopreato (2006, p. 14): “A partir da literatura sobre *time-consistency*, a visão teórica dominante formou relativo consenso de que a adoção de regras na condução da política monetária tem enormes vantagens”.

⁴⁷ Allsop e Vines (2005, p. 486) partilham da argumentação de que a política fiscal tomou um lugar de garantidora da estabilidade econômica, e reconhecem que “[t]his assignment of roles and responsibilities means that the fiscal authorities can concentrate on such issues as the control and sustainability of the public finances as well as on the resource allocation and distributional effects of budgetary policy”.

Quando os macroeconomistas do Novo Consenso olham para a política fiscal, a preocupação que se instala se refere aos efeitos que suas mudanças impõem nos agregados e sobre a dinâmica intertemporal e não no que se refere à estabilização no curto prazo (Wren-Lewis, 2000). As questões relacionadas ao curto prazo são atribuídas à política monetária, enquanto cabe à política fiscal a responsabilidade pelos assuntos estruturais, que remetem ao “funcionamento da economia” aos quais se convencionou chamar de “fundamentos” (“*fundamentals*”). Dessa forma, houve uma mudança significativa no que diz respeito ao papel atribuído à política fiscal desde a prática ativista keynesiana do pós-guerra até a visão atual.

2.2.1 – A mudança Teórico-Histórica da Política Fiscal: do ativismo à sustentação dos fundamentos

Para entender o papel da política fiscal na visão do atual *mainstream* é preciso sempre ter em mente duas grandes considerações, bem como os desdobramentos teóricos e empíricos (e/ou políticos) a elas inerentes. A primeira, já discutida previamente neste trabalho refere-se à hipótese das Expectativas Racionais no comportamento dos agentes maximizadores. A segunda, em que parte da discussão também foi levantada no primeiro capítulo, refere-se aos eventos ocorridos na economia mundial, às mudanças tanto no aspecto teórico quanto no da formulação e execução das políticas, decorrentes da crise dos anos 1970 e do início da globalização dos mercados⁴⁸.

Pelo lado das expectativas racionais está a lógica teórica dos autores da Nova Síntese, trazida pela “crítica de Lucas”, segundo a qual os agentes do mercado “*take the policy regime into account and so estimates of economic parameters for one policy regime may well not be valid if the policy regime changes*” (Caballero, 2010, p. 17). Neste arcabouço, a determinação de uma política ótima, além de carregar um grau de incerteza considerável quanto às respostas esperadas, pode não se sustentar no tempo, uma vez que os agentes ajustam suas decisões sempre com base no ambiente que se lhes apresenta. Como consequência, a melhor proposta em termos de política é garantir um ambiente macroeconômico estável para que os agentes, por si, consigam

⁴⁸ De forma semelhante à discussão da crise dos anos 1970, tomamos a questão da globalização, bem como os inúmeros desdobramentos a ela inerentes, como discussões de amplo conhecimento e não nos aprofundamos em detalhes porque, assim como a postura que assumimos no primeiro capítulo, acreditamos que cada uma dessas discussões é, em si, matéria suficiente para outra tese. Por serem assuntos de conhecimento geral, apenas mencionaremos o que for estritamente necessário para o esclarecimento dos argumentos aqui apresentados. Sugeriremos, ao longo da discursiva, a bibliografia que possa ajudar aqueles interessados a uma discussão mais profunda.

agir da melhor maneira possível. Neste sentido, resgatando a perspectiva da escola novo-clássica, Lopreato (2004, p. 132) é incisivo:

No ideário dos novos clássicos a política macroeconômica deveria pautar-se por medidas rígidas, sustentadas no tempo, cujo objetivo seria o de ancorar as expectativas de mercado e balizar o comportamento de agentes racionais com perfeita previsibilidade dos riscos de médio e longo prazos, envolvidos em decisões de curto prazo.

Na visão do autor, o setor público assume o papel de fiador do ambiente macroeconômico favorável ao comportamento do setor privado no Novo Consenso. A política fiscal, enquanto instrumento de atuação na macroeconomia, deve agir garantindo, no presente, a previsibilidade sobre a trajetória futura das variáveis relevantes. Apenas num ambiente onde todas as variáveis macroeconômicas podem ser determinadas com o mínimo de eventos inesperados (como os decorrentes de uma mudança idiossincrática na política) os riscos podem ser ponderados e assumidos por parte dos agentes na tomada das decisões.

Já pelo lado dos acontecimentos iniciados na década de 1970 vem a justificativa empírica e as condições político-econômicas favoráveis à mudança no pensamento com relação à política fiscal. A crise das políticas keynesianas de pleno emprego, o fim do acordo de Bretton Woods, a elevação dos juros e o aumento na volatilidade do câmbio (e dos juros); somados às baixas taxas de crescimento, à queda na produtividade e na taxa de acumulação, bem como o aumento da inflação; ampliaram a instabilidade financeira e impulsionaram a crise na economia mundial que, na perspectiva fiscal, resultou na deterioração das contas públicas e na expansão da relação dívida/PIB nos países centrais (Lopreato, 2004, p. 126).

É neste ínterim, entre a “*golden age*” keynesiana e o fortalecimento da “revolução” novo-clássica que ganha força a nova forma de enxergar e efetivamente conduzir a política fiscal em âmbito global.

2.2.1.1 - De como “era” a como “ficou”: mudanças no controle da política fiscal

O tratamento da mudança na concepção e na execução da política fiscal neste contexto ganha forma mais palpável se considerarmos a discussão presente nos trabalhos de Lopreato (2004, 2006)⁴⁹. De acordo com o autor, a revisão das práticas fiscais mundo afora se relaciona ao desequilíbrio do balanço de pagamentos e à aceleração inflacionária que tiveram, como conseqüências imediatas, a “*adoção de medidas restritivas e de reestruturação industrial nos países avançados*” (Lopreato, 2004, p.130-31).

Mesmo que o controle das contas públicas tenha sempre ocupado posição central nos programas de ajuste do balanço de pagamentos, uma vez que o déficit em conta corrente é associado ao excesso de demanda (interna) sobre a renda nacional, a maneira pela qual esse controle passa a ser executado a partir dos anos 1980 muda drasticamente. No período da Síntese Neoclássica, o indicador fundamental da situação fiscal era o déficit público, expresso, na maioria dos casos⁵⁰, pelo conceito de Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP). Nesse sentido, o ajuste do balanço de pagamentos passava pela avaliação da NFSP, e “o controle do déficit público ocupava lugar central na política macroeconômica e a redução do déficit externo dependia do sucesso obtido com o ajuste fiscal”⁵¹ (Lopreato 2004, p. 127).

Entretanto, os indicadores de déficit, apesar de atenderem ao objetivo do ajustamento do balanço de pagamentos e de ampliação do espaço do setor privado, tinham atuação limitada quanto ao controle específico da política fiscal. Na nova visão, a política econômica deveria garantir a estabilidade macroeconômica e, no caso da política fiscal, tornou-se necessário um demonstrativo do comportamento intertemporal das variáveis fiscais. Como conseqüência dessa

⁴⁹ A existência desta seção se deve muito às contribuições trazidas tanto pelos dois trabalhos do Prof. Francisco Lopreato, mencionados no corpo do texto, quanto às discussões, aos esclarecimentos e às experiências que o autor desta dissertação teve o privilégio de compartilhar pessoalmente com o Professor. Na nossa visão, a maneira como Lopreato (2004, 2006) expõe a discussão parece ser a que mais se encaixa na visão “macro” do processo, num esforço de sintetizar a complexidade de um objeto tão amplo em uma idéia clara e direta. Todas e quaisquer inconsistências aqui encontradas são, contudo, de nossa responsabilidade.

⁵⁰ Com a exceção dos países com alto nível de inflação e de dívida em que se usavam os resultados primário e operacional bem como o ajuste cíclico nos países desenvolvidos.

⁵¹ Esse tipo de controle havia surgido como uma extensão do modelo básico da Síntese Neoclássica e ocupou lugar de destaque, principalmente pela ligação entre a política monetária e fiscal e o desejo de conter o excesso de demanda agregada, o déficit em conta corrente e evitar o “*crowding out*”. Lopreato (2004, p. 127-129) explica a ligação entre política monetária e fiscal, dada pelo “enfoque monetário do balanço de pagamentos”. O autor mostra como se chega à determinação da quantidade de crédito à qual o setor público se limita a contratar para não extrapolar a demanda agregada para então apresentar a dinâmica do controle do déficit. Para mais detalhes, ver o próprio e Bacha (1983).

imposição, o déficit público “cedeu lugar na avaliação da política fiscal para a visão prospectiva do movimento da economia captada por meio da idéia de sustentabilidade da dívida”⁵² (ibid.).

O foco deixou de ser o valor corrente e os efeitos do déficit público na demanda agregada para se tornar o ajuste intertemporal das contas públicas, calculado a partir dos valores prospectivos dos seus determinantes. As questões de longo prazo, relativas ao tamanho do setor público e à construção de regras atemporais para a condução da política econômica ganharam destaque na academia e nas agências multilaterais⁵³.

A alteração ocorre na maneira de se enxergar as contas públicas: a manipulação da demanda agregada é suprimida pela sustentabilidade fiscal. Se a preocupação era com a *posição* das contas públicas, na nova visão passa a ser com a *trajetória* das mesmas. Na nova questão, a NFSP não vale mais para avaliar o comportamento esperado das finanças públicas em cenários futuros e o “indicador de sustentabilidade da dívida ocupou essa lacuna, incorporando prognósticos sobre o comportamento futuro da situação fiscal” (Lopreato, 2004, p. 133).

2.2.1.2 – Estabilidade: a sustentabilidade fiscal como pilar do regime macroeconômico

No modelo do Novo Consenso, as ações específicas de controle da macroeconomia cedem lugar para o estabelecimento de um regime de política econômica (Allsopp e Vines, 2005; Lopreato, 2006). No regime orientado pela política monetária (“*monetary-policy-oriented regime*”), que faz jus às proposições da Nova Síntese e que é adotado pela maioria dos países avançados e por alguns países emergentes⁵⁴, a política fiscal tornou-se sua base de sustentação. O argumento é que a política fiscal é o meio pelo qual as condições estruturais para a atuação da política monetária são garantidas e, por esse motivo, sua execução precisa ser sustentável.

⁵² O impacto imediato do ambiente macroeconômico internacional e da mudança na perspectiva teórica sobre a política fiscal foi, para o autor, o uso desta política como “fiadora do espaço de valorização do capital desta nova fase do capitalismo mundial, caracterizada pela abertura da conta capital e pela crescente volatilidade do movimento financeiro.” (Lopreato, 2006, p. 7).

⁵³ Acreditamos, neste sentido, que o processo ocorreu da mesma forma que no caso da política monetária, como mostrado no Capítulo I: academia e formuladores de políticas convergiram nas idéias e reforçaram-se mutuamente. No âmbito teórico, argumentava-se que era preciso manter a economia estável para que os agentes pudessem agir segundo as expectativas racionais e não serem surpreendidos por mudanças nos “fundamentos”. No aspecto político, existia a necessidade de controle das contas públicas para evitar a explosão do déficit ao mesmo passo em que se tornava patente a imposição de condicionalidades para o recebimento de ajuda dos organismos multilaterais, como o FMI.

⁵⁴ Países como o Brasil adotaram este tipo de regime por meio de uma “sugestão impositiva” por parte do FMI. Os países da União Européia são impelidos a essa adoção através do “*Stability and Growth Pact*”.

Entretanto, o conceito de sustentabilidade ainda é fonte de discussão⁵⁵ na literatura, como Allsopp e Vines (2005, p. 486, ênfase no original) afirmam:

...there is disagreement about what fiscal conditions are necessary for monetary policy to be effective. It is conventional to state that fiscal policy needs to be sustainable. But there are different views as to what 'sustainability' actually means. At one extreme, sustainability is taken to mean the solvency of the public sector, which is actually a rather weak criterion. At the other extreme, there are those who argue for tight and binding constraints (or rules) for budget deficits and debt, intended to limit the freedom of the fiscal authorities.

Nossa postura neste trabalho é ambivalente com relação à consideração de Allsopp e Vines (2005), pois consideramos as duas possibilidades não excludentes. Ao mesmo tempo em que tomamos o conceito de sustentabilidade como a capacidade de solvência⁵⁶ do setor público, dada pela relação entre a dívida e suas fontes de financiamento, acreditamos que, na prática, ela se transforma num conjunto de procedimentos e/ou regras que limitam o comportamento fiscal. Dois exemplos claros justificam essa segunda proposição: a definição das metas de superávit primário na Lei de Diretrizes Orçamentárias no caso do Brasil e o limite de déficit/dívida permitido a cada país pelo “*Stability and Growth Pact*” no caso dos países da União Européia.

Para a avaliação da sustentabilidade fiscal, a discussão gira em torno da sustentabilidade da dívida pública, medida pelo indicador dívida/PIB. A dívida é considerada sustentável caso o governo cumpra, no presente, a restrição orçamentária necessária para evitar sua explosão⁵⁷.

Como vimos no modelo de três equações da Nova Síntese, a política fiscal é uma variável exógena (integra o termo a_0), considerada “dada”, como afirmam Allsopp e Vines

⁵⁵ “Sustainability, therefore, is a major common concern for mainstream economists, but there is a growing disagreement about what exactly it means. In most analyses, it means that the government will simply be unable to borrow from the private sector, making deficit spending unsustainable. But others have argued that sustainability should mean solvency, since the government, unlike the private sector, could always borrow from its Central Bank.” (Tcherneva, 2008, p. 11).

⁵⁶ Pode-se argumentar que, se o governo pode sempre tomar emprestado do Banco Central, não existe problema de solvência na economia ou, de outro modo, o gasto público é sempre solvente. Seria, portanto desnecessária a preocupação com a sustentabilidade orçamentária e se levantaria a discussão a respeito dos efeitos do déficit na economia. Entretanto, essa discussão invocaria o conceito de “finanças funcionais” de Lerner (1943), algo não compatível com a visão do *mainstream* atual. Ao contrário disso, “the “sound finance” perspective dominates, suggesting that debt-to GDP caps are necessary in order to avoid the distortionary and inflationary effects of government spending” (Tcherneva, 2008, p. 11).

⁵⁷ De acordo com Heller (2002), o argumento é de que, além dos riscos óbvios de *default* e da instabilidade macroeconômica, uma posição fiscal insustentável expõe o país a outras fontes de risco: o instrumento de política anti-cíclica fica enfraquecido, o financiamento externo é dificultado devido ao aumento no risco país, a habilidade em captar investimentos externos diminui etc.. O autor também mostra que além dos “riscos econômicos” da dívida, ou seja, da atitude fiscal esperada ao longo do tempo, existem aqueles riscos políticos, uma vez que a dívida também é (e será) fortemente influenciada pelos compromissos políticos subjacentes à determinação do orçamento, pelas possíveis obrigações fiscais contingentes (como garantias do governo para o funcionamento do mercado financeiro) e por questões como o que mobilizar em forma de receita quando for preciso.

(2005). Entretanto, o esquema do modelo é incompleto⁵⁸, pois, por trás de toda a discussão existe a restrição orçamentária do governo:

$$D = G - T + iB = \Delta B + \Delta H$$

onde D é o déficit, G os gastos públicos, T a arrecadação tributária, B o estoque de dívida e i a taxa de juros – todos em valores nominais. A equação indica que os déficits públicos devem ser financiados pela variação no estoque de dívida pública (ΔB) ou pela senhoriagem⁵⁹ (ΔH). Desconsiderando o papel da senhoriagem, tanto por simplicidade quanto por ser desprezível nos sistemas financeiros desenvolvidos (Allsopp e Vines, 2005), e considerando Y_t como o produto da economia no período t , temos a equação de acúmulo de dívida pública em termos reais:

$$B_t/Y_t - B_{t-1}/Y_{t-1} = (r-g)*B_{t-1}/Y_{t-1} + (G-T)/Y_t$$

onde r é a taxa de juros real ($i = r - \pi$, em que π é a inflação) e g o crescimento real do produto. Com a relação $B/Y = b$ e o resultado primário do setor público $(G-T) = x$ temos a versão simplificada:

$$\Delta b = b(r - g) + x$$

Pela equação, sempre que a taxa média de crescimento do PIB diferir da taxa de juros real média incidente sobre a dívida, dado o resultado primário, haverá um ajuste da dívida no período posterior (uma vez que consideramos a ausência de senhoriagem, ou seja, $\Delta H = 0$). Se $r < g$ e $b(r - g) > x$ a relação dívida/PIB se reduz ao longo do tempo e, se $r < g$ e $b(r - g) = x$, ela permanece estável ($\Delta b = 0$). Em ambos os casos, aos olhos do mercado, as finanças públicas se mantêm “*sound*” de maneira intertemporal. Contudo, se $r > g$, a dívida tende a aumentar ao longo do tempo, tornando a relação crescente. Na ausência de uma correção por meio de x , a variação na relação dívida/PIB cresce indefinidamente e sua sustentabilidade, vista pela ótica da solvência

⁵⁸ Como afirmam Arestis e Sawyer (2003a), Allsopp e Vines (2005), Chari *et alii* (2008), Fontana (2009b), Arestis (2009) entre outros.

⁵⁹ H é conhecido como “*high powered money*”, e representa a base monetária.

do setor público, pode ficar comprometida⁶⁰. Essa situação ocorre caso haja um amplo questionamento da capacidade do setor público honrar os compromissos assumidos junto aos seus financiadores e pode se traduzir numa explosão da dívida pública, com implicações sobre a estabilidade do sistema como um todo. Na perspectiva do Novo Consenso, o aumento da dívida pública ao longo do tempo também se reflete em taxas de juros mais altas e maiores taxas de inflação no futuro⁶¹ (Heller, 2002; FMI, 2009c; Devereux, 2010).

Dessa forma, para evitar a explosão da dívida e suas conseqüências sobre a economia, é necessário assumir que os formuladores de políticas reajam de maneira a garantir que o sistema venha a convergir para alguma relação dívida/PIB que permita o crescimento potencial do produto e assegure a meta para a estabilidade dos preços. Ou seja, o pressuposto da Nova Síntese Neoclássica é a solvência da situação fiscal como pilar da estabilidade macroeconômica.

Na prática, o aumento da dívida pública ao longo do tempo indica que o governo deve ajustar o superávit primário para estabilizá-la ($\Delta b = 0$)⁶². Assim, em termos gerais, o esforço fiscal exigido para a manutenção da estabilidade da relação dívida/PIB configura-se pela capacidade da política fiscal atuar no âmbito orçamentário, controlando o nível de seu superávit primário⁶³ – o que justifica a segunda ótica pela qual podemos encarar a sustentabilidade das contas públicas.

É necessário destacar, contudo, que esse esforço fiscal não garante a sustentabilidade da dívida caso ocorram mudanças em outras variáveis macroeconômicas com reflexo direto na relação. A incorporação de novas dívidas ou o reconhecimento de dívidas antigas, o declínio da taxa de crescimento esperado da economia, uma queda esperada no nível de superávit primário, o aumento das taxas de juros que incidem sobre a dívida (fruto de alterações nos juros internos, nos juros internacionais ou no prêmio de risco da economia), ou o impacto da desvalorização da taxa de câmbio sobre a dívida são exemplos de situações em que a sustentabilidade pode se comprometer. Se uma ou a combinação de algumas dessas situações ocorrer, seu impacto sobre a

⁶⁰ A dívida pode ser considerada sustentável na visão do Novo Consenso quando o governo consegue evitar o seu crescimento desproporcional com relação ao produto. Ver Lopreato (2004, p. 130-135).

⁶¹ Mais detalhes serão apresentados na seção 3.7 deste trabalho.

⁶² Allsopp e Vines (2005, p. 493-494) levantam a possibilidade do compromisso com a sustentabilidade da dívida ser expresso na forma de um *feedback* negativo dado pela autoridade fiscal de acordo com a função: $x - x_{nT} = -f(b - b_T)$. Onde b_T é a meta para a relação dívida/PIB e x_{nT} é o déficit primário (ou menos o superávit) considerado sustentável àquela razão. Segundo os autores, o *feedback* com relação ao déficit primário não precisa ser grande; só precisa ser um pouco maior que a taxa de juros real ajustada pela taxa de crescimento para garantir a sustentabilidade das contas públicas.

⁶³ O indicador dívida/PIB mostra a capacidade de solvência do setor público frente a cenários prováveis. No caso destes cenários apontarem riscos de explosão da dívida, a política fiscal deve alterar suas ações para garantir o superávit primário necessário para estabilizar a relação e assegurar a continuidade da política necessária à estabilidade macroeconômica.

dívida “demandaria a elevação do esforço fiscal para preservar a solvência da dívida pública” (Lopreato, 2004, p. 134).

Neste regime de política econômica, as ações da política fiscal ficam submetidas ao comportamento daquelas variáveis que conseguem influenciar a trajetória da dívida e à volatilidade dos fluxos internacionais de capitais, fruto da avaliação do mercado sobre o risco de determinado país⁶⁴. A avaliação do mercado também passa pelas expectativas dos agentes com relação à própria condução da política. Meras percepções de que haverá uma deterioração permanente no resultado fiscal têm impacto sobre as taxas de juros e as condições de financiamento do governo, influenciando negativamente a trajetória da dívida; da mesma forma, aumentos momentâneos da dívida podem não implicar a caracterização de uma trajetória insustentável da política fiscal, “desde que mantida a política econômica e o compromisso com a disciplina fiscal” (Guardia, 2003, p. 108).

Podemos afirmar, portanto, que na nova concepção de política econômica a política fiscal perde seu *status* de ferramenta de estabilização⁶⁵ econômica (Tcherneva, 2008) para se concentrar na manutenção da sustentabilidade (ou solvência) no longo prazo⁶⁶. Fora essa atribuição, a política não tem qualquer outra importância macroeconômica⁶⁷ (Allsopp e Vines, 2005). Suas medidas, embora afiancem a sustentação ao regime, atuam sempre em resposta às expectativas de risco dos agentes e às previsões sobre o comportamento futuro das variáveis com influência direta na relação dívida/PIB. Dessa forma, alguns autores⁶⁸ afirmam que a política fiscal não tem autonomia no regime, mas, contraditoriamente, atua como pilar da política econômica garantindo a sustentabilidade da dívida e o espaço para a valorização do capital privado (Lopreato, 2006).

⁶⁴ Para Lopreato (2006), a “sustentabilidade da dívida pública” é a principal balizadora das expectativas dos agentes neste contexto de abertura financeira e de mobilidade de capital, no qual a política fiscal tem o papel de defesa da valorização do capital.

⁶⁵ Se existe algum papel de estabilização a ser desempenhado pela autoridade fiscal na visão da Nova Síntese ele deve se restringir ao da estabilização da dívida pública através dos instrumentos fiscais (Leith e Wren-Lewis, 2005a, p. 591-592).

⁶⁶ Como Arestis e Sawyer (2003a, p. 8) afirmam: “*Fiscal policy has been downgraded to a passive instrument of economic policy, the job of which is essentially to balance the government budget*”. Ver também Garnaut (2005).

⁶⁷ Segundo os autores, “... *there is disagreement about whether fiscal policy can usefully do anything, in the pursuit of macroeconomic objectives, other than just promote sustainability. A number of authors seem to imply that fiscal policy ‘does not matter very much’ - so long as criteria for good housekeeping are obeyed*” (Allsopp e Vines, 2005, p. 486). E ainda: “*What all this shows is that within the NCA [New Consensus Assignment] there is a very specific sense in which fiscal policy ‘does not matter’. It does not matter for the course of inflation and of the output gap. These are the responsibilities of the monetary authorities*” (ibid., p. 495).

⁶⁸ Além de Lopreato (2006), essa consideração também está em Arestis e Sawyer (2003b, 2003c), Arestis (2009), Fontana (2009a) entre outros.

A função de garantir a solvência da situação fiscal como base para a estabilidade macroeconômica relaciona-se intrinsecamente com a forma pela qual a política fiscal interage com a política monetária. Como veremos na seção seguinte, apenas um tipo específico de interação entre as duas permite esse resultado.

2.3 – Interação entre as Políticas Monetária e Fiscal

Permeando a discussão a respeito da situação fiscal como base do regime orientado pela política monetária está a maneira pela qual ocorre a interação entre as duas políticas. Na realidade, o comportamento fiscal de acordo com o esperado pelo conjunto da economia (pela autoridade monetária e pelos agentes do mercado) é uma pressuposição do modelo do Novo Consenso, em que a autoridade fiscal coopera com a monetária na manutenção do regime estabelecido. Entretanto, esse resultado desejado não é o único previsto pela literatura *mainstream* atual.

O trabalho de Kirsanova *et alii* (2005) é uma boa compilação a esse respeito. Os autores analisam a eficiência de três tipos de interação entre a política monetária e a fiscal, sob o arcabouço do ajuste dinâmico, quando a economia (fechada) é submetida a algum choque. O primeiro caso é de cooperação mútua entre as políticas, com a autoridade fiscal e a monetária buscando o mesmo objetivo (estabilidade de preços e produto), que também é o objetivo dos agentes no geral⁶⁹. O regime de cooperação mostrado pelos autores tem como resultado a situação em que a política fiscal tem pouca sensibilidade às alterações na dívida pública e a política monetária atua por meio da regra de Taylor. Nesta situação, a política fiscal deve manter a dívida “um pouco mais estável do que um passeio aleatório”, ou seja, deve responder às suas variações com coeficiente relativamente pequeno (Kirsanova *et alii*, 2005, p. 544). A estabilização da economia é, por seu turno, essencialmente papel da autoridade monetária⁷⁰.

⁶⁹ O modelo e os resultados apresentados por Kirsanova *et alii* (2005) são baseados nas premissas da teoria da escolha microeconômica. Conforme veremos, as interações previstas no modelo levam a nomenclatura da teoria dos jogos. Como Tcherneva (2008, p. 18) salienta, ainda são os pressupostos da teoria da escolha que guiam as análises dos efeitos da política fiscal ou monetária para o Novo Consenso.

⁷⁰ No modelo dos autores, a política fiscal age segundo uma regra em que o gasto público responde às variações no estoque da dívida e no produto. Pela primeira via, a política fiscal garante a sustentabilidade das contas públicas e, pela segunda, ajuda diretamente a política monetária na estabilização do produto. Entretanto, nos casos com melhores resultados, o coeficiente de resposta da regra fiscal às variações do produto é zero. Quando esse coeficiente é alto, ocorre um “*overshooting*” tanto do produto quanto da inflação. O modelo é de 5 equações, que representam o modelo padrão da Síntese Neoclássica estendido para abrigar uma equação que descreve o acúmulo de dívida pública e uma regra para a condução da política fiscal (Ver Kirsanova *et alii*, 2005, p. 538 ss).

De acordo com os autores, e como previsto pela discussão anterior deste capítulo, a cooperação é o melhor tipo de interação, pois indica que a autoridade fiscal e a monetária são benevolentes: agem em acordo uma com a outra no ajuste de seus instrumentos de política.

O segundo tipo de interação entre as políticas vem da aplicação do modelo de liderança de Stackelberg⁷¹, em que a política fiscal é a líder, ou seja, move-se primeiro na determinação de suas ações, antecipando a resposta da política monetária. A idéia é que as autoridades fiscais ajustam a política levando em consideração a função de reação da política monetária⁷². Segundo Allsopp e Vines (2005), isso não apenas coordena as duas políticas como também atua como um mecanismo disciplinador nas autoridades fiscais: sabe-se que qualquer aumento excessivo na política fiscal será inibido por um aumento na taxa de juros⁷³. O resultado é do tipo “*second best*”, “quase tão bom quanto”⁷⁴ o que pode ser alcançado num modelo de cooperação, pois, mesmo que a autoridade fiscal tenha objetivos para a inflação e o produto diferentes da autoridade monetária, é a política monetária que prevalece⁷⁵ (Allsopp e Vines, 2005, p. 496).

Por fim, Kirsanova *et alii* (2005) consideram o equilíbrio no caso em que as autoridades monetária e fiscal agem de acordo com o jogo de Nash⁷⁶, ajustando simultaneamente (e de acordo com seus próprios objetivos) seus instrumentos de política. Neste caso, se a autoridade fiscal é benevolente, isto é, aceita os objetivos da política monetária e age em conformidade, os resultados virão no mesmo sentido dos casos anteriores. Entretanto, se a autoridade fiscal desconta muito o futuro (caso em que se importa mais com os resultados no

⁷¹ Grosso modo, no modelo de liderança de Stackelberg, uma instituição otimiza seus próprios objetivos levando em consideração a função de reação da instituição com a qual interage. Ver Varian (2002) e Fiani (2004).

⁷² “*It is the fiscal authority that chooses the policy mix between interest rates and the fiscal instrument given the output gap*” (Allsopp e Vines, 2005, p. 496).

⁷³ Ver também Balls e O’Donnell (2002) e Balls (2006).

⁷⁴ O “*quase*” significa que, se os objetivos da política fiscal forem diferentes dos da política monetária, e mesmo a política monetária prevalecendo sobre a fiscal, o equilíbrio ocorre ou com uma taxa de juros maior ou com uma variabilidade maior nos gastos públicos, com impactos sobre a dívida. Segundo Kirsanova *et alii* (2005), ambos resultados tem o bem estar menor que o modelo de cooperação. Para o exercício detalhado, ver Kirsanova *et alii* (2005, p. 595-597 e Apêndices).

⁷⁵ De acordo com Kirsanova *et alii* (2005, p. 550): “*If the regime is one in which the fiscal authority is able to act as a Stackelberg leader, then her preferences are relatively unimportant. Good monetary policy will ensure good outcomes.*”

⁷⁶ Na teoria microeconômica, neste tipo de jogo, cada participante escolhe uma estratégia que apresenta o melhor resultado em termos de recompensa, sem saber a escolha do outro. O resultado final da interação nem sempre é o melhor resultado possível e, muitas vezes não é possível alterar a configuração final de equilíbrio. Para maiores detalhes a respeito da teoria dos jogos ver Fiani (2004).

presente) ou se prefere buscar um nível de produto excessivo (acima do produto potencial), os resultados são os piores em termos de bem estar⁷⁷.

Considerando um choque inflacionário, por exemplo, Kirsanova *et alii* (2005) argumentam que com uma política fiscal não-benevolente, a autoridade fiscal prefere postergar a recessão necessária para combater a inflação (por razões estritamente políticas, na maioria das vezes). A autoridade monetária, que por pressuposto sempre está mais disposta a tomar as medidas necessárias, vai aumentar os juros para conter a inflação. O aumento pode ocorrer até o ponto em que a autoridade monetária consiga compensar os efeitos da política fiscal. O resultado é que, com o aumento dos juros, há um rápido acúmulo de dívida pública. Se a “displícência” por parte da autoridade fiscal é muito alta (i.e. não deseja recessão agora e por isso aumenta os gastos), a elevação dos gastos públicos e o incremento na taxa de juros para conter a inflação tornam-se uma espiral e a dívida explode. Como dito anteriormente, para os autores, o equilíbrio da dívida se encontra perto de um passeio aleatório, de maneira que, qualquer aumento nos gastos públicos ou na taxa de juros que atinja determinado limite causa sua explosão (Kirsanova *et alii*, 2005, p. 548).

Na maneira como Kirsanova *et alii* (2005) colocam a discussão, quando a política fiscal tem seu comportamento pautado por alguma regra⁷⁸, a interação com resultados ótimos é atingida quando a política monetária age segundo a regra de Taylor e a fiscal responde às variações da dívida com uma sensibilidade baixa, mas acima da taxa de juros, para não ter nenhum efeito explosivo sobre a economia (como a espiral mostrada).

Os exercícios apresentados pelos autores representam uma maneira formal de demonstrar o modelo padrão da Nova Síntese alinhando-o com o pressuposto (que na maioria das vezes é apenas implícito ao modelo) da sustentabilidade da dívida pública. Quando não há cooperação entre as políticas, quando a política fiscal tem objetivos macroeconômicos que diferem dos da política monetária ou quando a autoridade fiscal age além de garantir a estabilidade das contas públicas, o resultado deixa de ser ótimo e, por vezes, pela teoria do Novo Consenso, implica em desequilíbrios macroeconômicos e instabilidade geral.

⁷⁷ Os autores afirmam que quando a autoridade fiscal age segundo o jogo de Nash, suas preferências são decisivas na determinação do equilíbrio: “[i]f the preferences of the fiscal authority are such that she does any of: discounting the future, overvaluing output, or aiming for excess output, then the outcomes can be very bad indeed” (Kirsanova *et alii*, 2005, p. 550). Segundo os autores, algumas ou todas essas características podem ser consideradas nas estruturas institucionais dos países da OCDE.

⁷⁸ A regra não precisa ser deduzida teoricamente, mas pode ser apenas executada na prática, como, por exemplo, o compromisso assumido com o aumento do superávit primário para reduzir um nível de dívida considerado excessivo.

Uma maneira de mostrar a preocupação do Novo Consenso com relação ao tipo de interações existentes entre a política monetária e a fiscal é apresentar, além desses três estereótipos, pelo menos duas teorias que ganharam maior proeminência nesse meio e que merecem destaque em particular. A primeira delas é a Teoria da Dominância Fiscal, articulada principalmente por Sargent e Wallace (1981). Essa teoria se mostra como uma das justificativas dos apelos novo-clássicos por uma política fiscal “passiva”, no sentido de permitir que política monetária se responsabilizasse pelo ajuste macroeconômico⁷⁹. A segunda, a Teoria Fiscal do Nível de Preços, tem como principais expoentes Leeper (1991) e Woodford (1994, 1995, 1998). Apesar de ser um desenvolvimento de um dos expoentes do Novo Consenso (Michael Woodford), a teoria surge para mostrar, ao contrário da dominância fiscal, que apenas o fato da autoridade monetária ser firme no combate à inflação não garante a estabilidade de preços se a autoridade fiscal não se preocupar com a restrição orçamentária intertemporal do governo.

Ambas as teorias dialogam entre si e são compatíveis com um ou mais elementos das interações estereotipadas por Kirsanova *et alii* (2005). Contudo, antes de passarmos à discussão de cada uma delas em particular, precisamos levantar uma consideração geral a respeito dos pressupostos ricardianos e não-ricardianos que as sustentam.

No pressuposto ricardiano, a política fiscal é ajustada de maneira intertemporal para garantir a restrição orçamentária do governo. Grosso modo, como afirma a Teoria da Equivalência Ricardiana (TER), um aumento dos gastos hoje será revertido em aumento na tributação no futuro ou aumento no pagamento de juros futuros sobre a dívida pública (como visto no Capítulo 1).

No pressuposto não-ricardiano, principalmente na versão de Woodford (1994), não existe nenhum tipo de pressão que obrigue a política fiscal a se ajustar de acordo com sua restrição orçamentária intertemporal (se é que ela vale). O aumento dos gastos públicos, por exemplo, pode ser revertido num aumento do nível geral de preços, e não necessariamente num aumento futuro da tributação ou do pagamento de juros sobre a dívida.

⁷⁹ Blanchard (2004b), em artigo célebre, analisa a dominância fiscal no regime de metas de inflação para o caso brasileiro.

2.3.1 – Dominância Fiscal

De acordo com o trabalho de Sargent e Wallace (1981), a estabilidade inflacionária depende da forma como a política monetária interage com a fiscal. Para demonstrarem as situações típicas, os autores propõem duas formas básicas de coordenação: uma em que a política monetária “domina” a política fiscal e outra em que a fiscal “domina” a monetária.

No primeiro esquema de coordenação, a autoridade monetária define sua política de maneira independente, anunciando, por exemplo, o crescimento da base monetária para o período corrente e para os períodos futuros⁸⁰. Ao agir desta maneira, a autoridade monetária impõe uma restrição à autoridade fiscal, que vai definir o financiamento de um possível déficit orçamentário segundo uma combinação específica de títulos da dívida pública e da senhoriagem determinada pela autoridade monetária. Neste esquema, por controlar a base monetária, a autoridade monetária consegue controlar a inflação se assim o desejar e se mantiver firme no seu compromisso.

No segundo esquema de coordenação, o da “dominância fiscal”, ocorre o oposto. A autoridade fiscal determina de maneira independente o orçamento público anunciando os déficits ou superávits correntes e futuros e determinando, assim, a combinação de emissão de títulos e de senhoriagem que serão usados para financiá-los. Segundo os autores, neste esquema a política monetária sofre a restrição causada pela política fiscal de ter que financiar, via senhoriagem, qualquer discrepância entre as receitas demandadas pelo governo e a quantidade de títulos que podem ser vendidos no mercado. O ajuste da base monetária para suprir o financiamento do orçamento pode causar inflação. De acordo com os autores:

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. 104).

Aqui, a taxa de juros que remunera os títulos da dívida entra com papel importante. Se ela for maior que a taxa de crescimento da economia, cedo ou tarde a política monetária não

⁸⁰ Os autores dialogam principalmente com a visão monetarista da condução da política monetária por meio do estabelecimento de regras para o crescimento da base monetária. A discussão antecede àquela baseada no ajuste da taxa de juros, advogada pelo *mainstream* atual, mas é o início das críticas e do reconhecimento da necessidade de uma política fiscal que atue em conformidade com a política monetária. Além disso, a Teoria da Dominância Fiscal é utilizada como o contraponto da Teoria Fiscal do Nível de Preços, como veremos em seguida.

conseguirá conter a inflação. A explicação é que, quando a taxa de juros é maior que a do crescimento da economia e o financiamento do déficit público ocorre por meio de novas emissões de títulos, a dívida pública total cresce de maneira mais rápida que o crescimento do produto, atingindo um limite além do qual não é possível financiá-la pelo lançamento adicional de títulos. Neste ponto, o financiamento acaba sendo feito via senhoriagem, requerendo então que a autoridade monetária aumente a base monetária, causando inflação (Sargent e Wallace, 1981, p. 104-105).

De acordo com Sargent e Wallace (1981), a grande questão da “dominância fiscal” não se resume apenas ao problema de se executar uma política monetária austera em face aos problemas fiscais e que acabe trocando níveis baixos de inflação no presente por inflação mais elevada no futuro. Sob a hipótese das expectativas racionais e na presença da dominância fiscal, os agentes entendem que o esforço de uma política monetária restritiva para o controle da inflação hoje significará expansão monetária no futuro e assim, antecipam esse resultado definindo níveis mais elevados de preços já no período corrente. Entretanto, a “ação firme da autoridade monetária leva à adoção de uma política fiscal consistente com os objetivos da política monetária, sem o que não é viável manter o combate à inflação” (Lopreato, 2006, p. 12).

Neste sentido, a política monetária só consegue ter sucesso no controle da inflação quando o problema da “dominância fiscal” é eliminado, ou seja, quando a autoridade monetária consegue impor à política fiscal uma ação consistente com os objetivos definidos pelo regime de política monetária⁸¹.

2.3.2 - Teoria Fiscal do Nível de Preços

Ao contrário da dominância fiscal, a Teoria Fiscal do Nível de Preços (FTPL⁸²) não considera que uma atitude resoluta por parte da autoridade monetária na busca pela estabilidade de preços obriga a autoridade fiscal a adotar a política fiscal apropriada⁸³. A menos que a

⁸¹ Dessa forma, como argumentamos que seja o pensamento do Novo Consenso, também “na perspectiva teórica de Sargent e Wallace, o controle intertemporal da política fiscal é a âncora da política monetária e peça central da política macroeconômica comprometida na luta contra a inflação” (Lopreato, 2006, p. 12).

⁸² Sigla para “*Fiscal Theory of Price Level*.”

⁸³ Segundo Christiano e Fitzgerald (2000, p. 2), a FTPL parte do princípio de que, “*unless steps are taken to ensure appropriate fiscal policies, the goal of price stability may remain elusive no matter how tough and independent the central bank is*”.

autoridade fiscal seja convencida a agir de acordo com as ações da política monetária a estabilidade dos preços não é garantida^{84,85}.

O principal argumento que justifica a proposição da FTPL está na maneira pela qual a teoria enxerga a restrição orçamentária intertemporal do governo⁸⁶:

$$B/P_t = \text{valor presente dos superávits primários no tempo}^{87}, t=0,1\dots$$

onde P é o nível de preços.

No caso da “dominância fiscal”, que Christiano e Fitzgerald (2000) denominam de “visão convencional”, a equação é vista como uma restrição às ações do governo, uma vez que a política deve ser ajustada para manter a igualdade, a um determinado nível de preços “de equilíbrio”. Nesta perspectiva, quando a equação sofre algum choque, o governo deve alterar os gastos ou as receitas para restabelecer a igualdade: ajusta o superávit primário para manter a relação dívida/PIB estável.

Na FTPL, por outro lado, o argumento é de que não há nenhuma razão que obrigue o governo a tratar a equação como uma restrição à sua política (Woodford, 1998; Christiano e Fitzgerald, 2000). Pelo contrário, os trabalhos que defendem a FTPL argumentam que a equação é *apenas* uma condição de equilíbrio, pois quando sujeita a algum choque, fica à mercê do “*market clearing*”, que atua ajustando o nível de preços para restabelecer a igualdade⁸⁸.

A alteração nos preços se dá por meio de um efeito riqueza inicial, sentido pelos agentes quando percebem que detêm um valor de títulos públicos maior (por meio, por exemplo, de um “*bond drop*” do governo) do que o valor presente dos superávits esperados para o setor público. Tendo em vista que os agentes acreditam que o governo não aumentará os tributos no

⁸⁴ Embora seja uma teoria de determinação de preços, a FTPL é uma abordagem que fornece um papel ampliado para a política fiscal. Permeando a discussão da FTPL estão o efeito do gasto público e da dívida no comportamento e nas expectativas dos agentes racionais; o método de financiamento do governo; o questionamento da existência de uma restrição orçamentária latente ao setor público; e o impacto da política fiscal no sistema bancário e na política do Banco Central (Tcherneva, 2008).

⁸⁵ Para uma visão crítica da FTPL, ver Buiter (2002). Para uma interpretação da crise financeira atual pela FTPL, ver Cochrane (2009).

⁸⁶ Assim como a relação dívida/PIB, a restrição intertemporal do governo é uma condição necessária para entender o papel da política fiscal na teoria macroeconômica *mainstream* (Allsopp e Vines, 2005). No limite, as duas relações são apenas maneiras diferentes de representar a mesma idéia: a relação da dívida pública com suas fontes de financiamento.

⁸⁷ Para a equação, ver Christiano e Fitzgerald (2000) e Tcherneva (2008).

⁸⁸ “*In fact for Woodford, the condition in [the intertemporal budget constraint] is just that – it is an equilibrium condition, not an actual constraint on the government imposed on it by private agents*” (Tcherneva, 2008, p. 15).

futuro, uma condição não-ricardiana inerente à FTPL, Tcherneva (2008, p. 15) explica o mecanismo:

Expecting greater overall lifetime consumption, households increase their spending, push prices up, and thus erode the value of these government liabilities, until the budget constraint [...] above is in equilibrium.

Como a autoridade fiscal não enxerga a equação como uma restrição, o problema da estabilidade dos preços dependerá de sua disposição em se comprometer com as ações da política monetária. O governo pode estar preocupado com a restrição orçamentária intertemporal, mas sem levar em conta o objetivo da autoridade monetária, pode ajustar (previamente) um nível de superávit primário de maneira exógena – e não como uma função que determine a validade da restrição orçamentária a um nível de preços determinado⁸⁹ (pela política monetária).

Sob essas condições, o nível de preços de equilíbrio (que assegura a trajetória da inflação à sua meta) não é garantido e a política monetária torna-se refém das ações da política fiscal. Kirsanova *et alii* (2005) mostram o caso em que a política monetária, em resposta às ações da política fiscal, deixa a preocupação com a estabilidade de preços de lado para se concentrar na trajetória (explosiva) da dívida pública. Para explicar a dinâmica, os autores consideram uma resposta fiscal pouco sensível às variações da dívida pública, a ponto de ser insuficiente para estabilizá-la. Nesse caso, segundo os autores, a política monetária ótima seria a de baixar a taxa de juros como reação a um choque inflacionário, ao contrário do que prevê a regra e o princípio de Taylor^{90, 91}. Se a política monetária age agressivamente no combate à inflação, a elevação da taxa de juros implica num aumento ainda maior na dívida nominal. Assumindo que o superávit primário do governo não muda, e que a senhoriagem é nula, o valor real da dívida não se altera. Com o valor da dívida real constante e seu valor nominal aumentando mais rapidamente, a inflação se eleva. Se a resposta da autoridade monetária ao aumento da inflação for mais uma

⁸⁹ De acordo com Christiano e Fitzgerald (2000), essa é mais uma característica da utilização do pressuposto não-ricardiano das políticas. Sob esse pressuposto, a política fiscal é um compromisso com uma ação particular, a determinação do nível do superávit, sem preocupações adicionais a respeito do seu impacto sobre a política monetária. Sob o pressuposto ricardiano, por outro lado, a política é uma estratégia para ajustar o superávit como uma função da dívida real.

⁹⁰ De acordo com o “princípio de Taylor”, se a inflação aumenta, a taxa de juros nominal deve ser aumentada mais que proporcionalmente ao aumento da inflação (Allsopp e Vines, 2005). O princípio é entendido como uma condição necessária e suficiente para a estabilidade da inflação quando a política monetária é usada como instrumento de estabilização (Setterfield, 2005). Ver também Kirsanova *et alii* (2005, p. 535, nota n.º 7), Davig e Leeper (2005) e Fontana (2009b).

⁹¹ Este é o “regime passivo da política monetária” apresentado por Leeper (1991).

elevação dos juros, a consequência é novo aumento na inflação. Esse movimento circular e “*self-reinforcing*” pode causar a explosão inflacionária⁹² (Christiano e Fitzgerald, 2000, p. 18-19).

No caso demonstrado, a autoridade monetária não obtém êxito em estabilizar a inflação em torno da sua meta, pois passa a se preocupar com a não-explosão da dívida (Kirsanova *et alii*, 2005). Ao agir dessa maneira – e não controlando a inflação – a autoridade monetária consegue garantir a solvência fiscal. Nessas circunstâncias, a autoridade monetária escolhe abandonar o controle da inflação e passa a controlar a dívida pública⁹³.

Christiano e Fitzgerald (2000), contudo, afirmam que se os agentes entendem que o mercado de títulos públicos tem a mesma lógica do mercado de ações, o próprio ajuste pelo mercado garante um nível de preços não explosivo. Usando a metáfora de um pedestre que atravessa a rua sem se preocupar com os carros que vêm em sua direção, acreditando que os motoristas vão frear, os autores argumentam:

...if the market is completely convinced of the government's commitment to s [resultado primário⁹⁴], then, like the car that stops for the pedestrian, the market will generate a value of P to guarantee debt is not excessive (in this case, “excessive” simply means greater than zero) (Christiano e Fitzgerald, 2000, p. 7).

Sob esta perspectiva, o aumento de preços pode ser visto como uma forma de financiamento do setor público, pois age como um “*capital levy on holders of government bonds, which helps to finance government spending just as surely as the sort of taxes included in the primary surplus*” (Christiano e Fitzgerald, 2000, p. 18).

Neste sentido, por um lado, a discussão levantada pela FTPL é o início do reconhecimento por parte do Novo Consenso de que a natureza das obrigações do setor público é única, uma vez que a política fiscal não sofre das restrições orçamentárias tradicionais. Segundo Tcherneva (2008), a FTPL abre um espaço maior para uma visão mais realista das finanças públicas num mundo onde a moeda é determinada endogenamente. Por outro lado, as conclusões

⁹² De acordo com Loyo (1999) essa situação ocorreu no Brasil no período de alta inflação do final dos anos 1970 e início dos 1980.

⁹³ De acordo com Kirsanova *et alii* (2005), um equilíbrio estável pode ser atingido mesmo sem uma resposta fiscal, desde que a política monetária seja conduzida pela necessidade de assegurar a restrição orçamentária intertemporal do governo, contrariando o argumento de que algum nível de resposta fiscal ao aumento da dívida é tradicionalmente requerido para se manter a estabilidade da economia.

⁹⁴ Na análise de Christiano e Fitzgerald (2000, p. 6-8), $s = s^f + s^m$, onde s^f representa a arrecadação pública líquida dos gastos ($T-G$) e s^m é a senhoriagem. Na ausência de senhoriagem, s representa o resultado primário (superávit) do setor público e, sob o pressuposto não-ricardiano, $P = B/s$ representa a restrição orçamentária intertemporal do governo.

extraídas desta teoria são usadas mais uma vez em reforço ao argumento de que a sustentabilidade das contas públicas, garantida pela autoridade fiscal, é necessária para o controle macroeconômico (inflação e produto) de maneira plena pela política monetária (Christiano e Fitzgerald 2000, Kirsanova *et alii*, 2005; Allsopp e Vines, 2005; Lopreato, 2006; Tcherneva, 2008). Como Tcherneva (2008, p. 16, ênfase no original) afirma:

What is paradoxical, however, is that the inflationary impact of government spending has served to reinforce belief in the need to impose budget constraints, even if they do not naturally exist to the detriment of useful stabilization or full employment policies. Sound finance remains unchallenged.

Também de maneira paradoxal, se encontra a argumentação em favor da ação do Banco Central no controle macroeconômico. A FTPL levanta a possível incapacidade da autoridade monetária em controlar a inflação, contrariando as proposições segundo as quais o comprometimento do Banco em buscar a meta de inflação se traduz em inflação baixa e estável. Para a FTPL, além de esta ser uma visão superestimada da capacidade do Banco, ainda deixa aberta a questão de quão severas são suas limitações com relação ao controle da economia. Segundo Christiano e Fitzgerald (2000, p. 26, ênfase no original):

In the FTPL models that we have studied, the central bank can determine the average rate of inflation. However, it cannot perfectly control the variance of inflation because it cannot eliminate the impact of shocks to fiscal policy on the price level.

Mas, justamente pelo fato de não conseguir eliminar o impacto dos choques da política fiscal nos preços é que os autores reforçam a proposta de que a autoridade fiscal deve se comprometer com os objetivos macroeconômicos de estabilidade de preços e de produto e agir de maneira a permitir a eficiência da política monetária. Para que isso seja possível, é necessário que a autoridade fiscal mantenha seu compromisso com a estabilidade da dívida pública, e se comprometa a usar uma política fiscal que seja do tipo ricardiano. De acordo com Lopreato (2006), apenas uma política fiscal ricardiana garante, mesmo na ocorrência de choques exógenos nas contas públicas, que a política monetária tenha condições de estabilizar os preços. Dessa forma,

O sucesso da ação do Banco Central depende, então, do uso da restrição orçamentária capaz de sempre anular o crescimento da dívida, independente da trajetória dos preços e da taxa de juros (...). Não se trata, portanto, de optar entre uma política fiscal sustentável ou não-sustentável, mas definir a política fiscal comprometida com uma restrição orçamentária intertemporal que impeça a expansão da dívida em todos os momentos⁹⁵ (Lopreato, 2006, p. 14).

Como a política fiscal consegue afetar as ações da política monetária e também a inflação e o produto, a discussão a respeito das interações entre as duas políticas começa a ganhar novos rumos para os autores do Novo Consenso. Recentemente, algumas vozes influentes do *mainstream* começaram a reconhecer uma forma de coordenação entre as duas políticas em que a política fiscal possa agir mais ativamente em conjunto com as ações da política monetária. Não apenas garantindo o ambiente macro favorável à atuação da autoridade monetária, mas ajudando diretamente na estabilização do produto e inflação. São as ocasiões em que a política monetária tem sua execução limitada em algum grau, seja porque a taxa de juros atinge um patamar mínimo, seja porque a própria política não pode ser executada, como no caso das uniões monetárias.

2.4 – A retomada do papel ativo para a política fiscal pelo *mainstream*?

Nos anos recentes, em paralelo à discussão da sustentabilidade das contas públicas, inicia-se no Novo Consenso um reconhecimento de que a política fiscal pode ter importância enquanto ferramenta de estabilização econômica. Grande parte dessa argumentação advoga o uso da política fiscal apenas em situações extremas, em que a política monetária, por si, não consegue cumprir o papel a ela atribuído. Em tempos de taxas de juros muito baixas, crises severas (principalmente de deflação) ou no caso de países pertencentes a uniões monetárias (notadamente a União Européia) sofrerem choques individuais⁹⁶, a política fiscal pode entrar em cena atuando no ajuste da demanda agregada⁹⁷.

⁹⁵ Reforçando a argumentação de Lopreato (2006), Tcherneva (2008, p. 18) reconhece que a diferença entre a adoção de uma política fiscal ricardiana ou não-ricardiana é fator chave na determinação da eficiência da política para o Novo Consenso: “*If fiscal policy is clearly articulated to the public as Ricardian (i.e., deficits are always exactly offset by surpluses), fiscal policy will be ineffective; but if it is non-Ricardian, then fiscal policy, monetary policy, and their interaction must be clear and transparent to the public, so that rational agents can make optimal decisions.*”

⁹⁶ O choque individual pode ser entendido quando determinado país do bloco fica sujeito a um choque assimétrico ou quando responde de maneira assimétrica a um choque comum ao grupo (Wren-Lewis, 2000).

⁹⁷ Apesar da relevância da política fiscal enquanto instrumento de estabilização econômica em países pertencentes a uma união monetária, para o objetivo desse nosso trabalho, vamos nos concentrar apenas nos dois primeiros casos, dado o interesse particular nas situações de crises econômicas.

Quando as taxas de juros se encontram em níveis baixos, o argumento geral é de que se reduz o raio de manobra para a atuação do Banco Central ao mesmo tempo em que as possíveis alterações na taxa não têm efeitos positivos sobre a economia. Como Arestis e Sawyer (2002) e Allsopp e Vines (2005) nos lembram, apesar deste caso ser parecido com o da “armadilha de liquidez”, os desdobramentos são mais problemáticos. Na “armadilha”, a taxa de juros atinge um patamar em que a moeda torna-se perfeitamente substituível por ativos que rendem juros, permitindo que os agentes entesourem a oferta monetária ao invés de usá-la para aumentar a demanda. Reduções nas taxas de juros abaixo desse patamar não têm nenhum efeito sobre a demanda agregada. Já na situação levantada atualmente, a argumentação se dá no sentido de que além da taxa de juros atingir um limite mínimo além do qual não é possível reduzi-la (seja porque está muito próximo ou porque de fato é zero), existe uma expectativa de deflação na economia. Essa situação é a que se convencionou chamar de “*zero interest rate bound*”⁹⁸. Pelo efeito Fisher, sabemos que, para uma dada taxa de juros nominal, a expectativa de deflação implica numa taxa de juros real mais elevada, podendo inviabilizar investimentos, consumo de bens duráveis e toda a sorte de gasto a ela sensível, piorando uma possível descensão econômica (Bernanke, 2002).

De acordo com Allsopp e Vines (2005), não há nada nos modelos formais do Novo Consenso que previna a economia de se encontrar nessa situação, seja após algum choque, seja por decisões de política monetária ou por qualquer outro motivo⁹⁹. Se a “*zero bound rate*” é atingida, a política monetária perde sua capacidade de controlar a inflação e o hiato de produto da maneira convencional e, na ausência de formas substitutas ao ajuste na taxa de juros para alavancar a demanda, há o risco de uma espiral negativa entre produto e inflação. Sem o poder de atuação da política monetária e com a ameaça de uma instabilidade deflacionária, a literatura começa a recorrer às ações de política fiscal¹⁰⁰. Como Krugman (2005, p. 520) ressalta:

⁹⁸ De maneira estrita, a “*zero interest rate bound*” ocorre sempre que a taxa de juros nominal atinge seu limite mínimo, como é o caso da armadilha de liquidez, ou quando atinge o valor nulo. Entretanto, nessa literatura atual, a discussão da “*zero bound*” costuma vir acompanhada de expectativas de deflação na economia, por isso a defesa, por parte dos autores, da diferença (tênu) entre os dois conceitos.

⁹⁹ Krugman (2005) ressalta que as taxas de juros tem tido a tendência de ficarem baixas mesmo em períodos de expansão econômica, de maneira que não há muito espaço para o corte nas mesmas quando da ocorrência de uma recessão.

¹⁰⁰ O resultado ótimo do modelo do Novo Consenso é o da política monetária atuando sozinha no controle macroeconômico. Entretanto, Leith e Wren-Lewis (2005a) mostram que a política que se baseia no ajuste da taxa de juros pode ser usada apenas em choques de produtividade/tecnologia e de preferências, pois, nestes casos, há uma só fonte de inércia nominal. No caso em que a economia sofre de choques de custo (“*cost-push shocks*”), inércia nominal no *ajuste* de salários ou no caso de uma união monetária que sofre com choques idiossincráticos de qualquer natureza, o resultado ótimo pode não ser alcançado e, em princípio, a política fiscal pode ser usada da mesma maneira que a política monetária pra se aproximar desse resultado.

*...given a situation in which interest rates are already very low, monetary policy may not be an effective tool when you need it most. And discretionary fiscal policy then comes into its own, as a way to fill the gap*¹⁰¹.

A ocasião em que tanto a taxa de juros quanto a demanda agregada estão reduzidas e existe queda nos preços ou expectativa de deflação se mostra muito mais importante do que apenas um exercício teórico em defesa da política fiscal. De fato, ela descreve a situação do Japão¹⁰² no final dos anos 1990 e início dos 2000 e ainda pode ser muito relevante para a análise dos casos dos EUA e da Alemanha no mesmo período (Feldstein, 2002a). Para Bernanke (2002) e, principalmente, para Krugman (2005), a política fiscal tem um papel crucial a desempenhar em crises deflacionárias como a do Japão: “[b]ecause there is a widespread agreement that fiscal policy is inherently inflationary, it is believed to be useful mainly in deflationary conditions” (Tcherneva, 2008, p.18).

A intenção é então usar a capacidade distorciva e inflacionária da política fiscal para que a economia consiga reverter o quadro de deflação, uma vez que a redução da taxa de juros, que no ajuste convencional estimularia a demanda, não tem mais esse efeito. No caso específico do Japão, principal exemplo usado para retratar a “elevação na reputação” da política fiscal no *mainstream*, Krugman (1998, 2005) mostra que em meados da década de 1990 o país se encontrava com a taxa de juros próxima a zero e não apresentava nenhuma maneira óbvia de fazer com que a política monetária ganhasse tração¹⁰³. Os aumentos na base monetária se traduziam em aumento nas reservas bancárias ou eram entesourados pelo público. A única alternativa foi a utilização dos gastos públicos em larga escala para reverter o quadro. Krugman (2005) ressalta que, não fossem os gastos em grandes projetos financiados pelo déficit público a recessão teria sido severa¹⁰⁴. Ainda segundo o autor, a única maneira de negar que a experiência do Japão renovou a possibilidade para a atuação da política fiscal seria o desenvolvimento de

¹⁰¹ Ainda de acordo com o autor: “*We know that fiscal expansion works when monetary policy is up against the zero bound*” (Krugman, 2005, p. 519).

¹⁰² Ver Posen (1998), Wren-Lewis (2000), Bernanke (2002), Feldstein (2002a) e Krugman (2005) entre outros.

¹⁰³ Neste sentido ver também Posen (1998), Bernanke (1999) e Ahearne *et alii* (2002).

¹⁰⁴ O autor não isenta as ações da política das críticas quanto à qualidade dos gastos, às escolhas dos projetos e demais problemas delas decorrentes, mas afirma que não fossem os gastos massivos financiados pelo déficit público a recessão seria de grande magnitude. Mesmo reconhecendo que alguns dos projetos foram de fato desperdícios, o autor relembra a célebre passagem em que Keynes (1936) levanta a hipótese de se enterrar garrafas preenchidas com dinheiro para gerar empregos para se desenterrá-las. Ver também Krugman (1998).

mecanismos que garantissem a eficiência da política monetária em controlar a demanda mesmo depois de um longo período de taxas de juros na “*zero bound*” (Krugman, 2005, p. 519).

Na realidade Bernanke (2002) e Ahearne *et alii* (2002) apresentam esses mecanismos, reivindicando formas não-convencionais de se usar a política monetária para lidar com essas situações¹⁰⁵. Por um lado, Bernanke (2002) apresenta métodos específicos de se gerar inflação (tanto para superar a deflação no caso do Japão quanto para evitá-la no caso dos EUA) através de formas “mascaradas” de senhoriagem¹⁰⁶; de atuação sobre as expectativas dos agentes (pela “ameaça” de aumento na quantidade de moeda em circulação, induzindo o aumento de preços); e de operações no mercado de câmbio. Por outro lado, Ahearne *et alii* (2002) reivindicam uma expansão monetária prévia, por meio de um corte abrupto na taxa de juros enquanto ainda houvesse algum nível positivo de inflação¹⁰⁷. Com essa atitude seria possível manter as expectativas de inflação positivas e determinar uma taxa de juros acima da “*zero bound*”, consistente com equilíbrio de pleno emprego.

As propostas dos autores vão além da política monetária defendida tradicionalmente pela Nova Síntese, de maneira que Krugman (2005), mesmo defendendo algumas delas no seu trabalho de 1998, teme os reais efeitos destas possibilidades, principalmente quanto às respostas esperadas por parte dos agentes¹⁰⁸. Nenhum dos autores discorda, entretanto, que a melhor forma de curar o problema da deflação é evitar cair nele. Feldstein (2002a) e Krugman (2005) afirmam que não é necessária toda a “ginástica” inerente às propostas não-convencionais de política monetária quando se dispõe da política fiscal para agir em substituição. Todos, por fim, acreditam que a melhor maneira da política fiscal atuar é em cooperação com a política monetária. Bernanke (2002), por exemplo, reitera que:

¹⁰⁵ Bernanke (2002) não acredita que quando a taxa de juros atinge a “*zero bound*” a política monetária perde seu papel de atuar na demanda agregada, tanto no nível teórico, quanto no nível prático. Para uma discussão mais detalhada sobre as opções de política monetária em ambiente de baixas taxas de juros de curto prazo ver Krugman (1998), Clouse *et alii* (2000), Svensson (2000) e Bernanke (2003).

¹⁰⁶ Dadas por arranjos específicos entre a compra e venda de títulos públicos por parte do Banco Central, que influenciam nos prazos de maturação e nas taxas dos mesmos. Para detalhes a respeito dos mecanismos, ver Bernanke (2002).

¹⁰⁷ Já Allsopp e Vines (2005) afirmam que é preciso desenhar uma política monetária apropriada para evitar que a taxa de juros atinja o seu nível mínimo. Uma maneira de fazer isso é perseguir taxas altas para a meta de inflação, por mais contraditório que isso possa parecer, para que o Banco Central tenha raio de manobra maior.

¹⁰⁸ Feldstein (2002a, 2002b) afirma que a utilização de política monetária não convencional pode gerar uma bolha de ativos no mercado securitizado e no mercado de ações, causar um declínio na taxa de câmbio bem como um aumento maior no preço de bens e serviços.

...the effectiveness of anti-deflation policy could be significantly enhanced by cooperation between the monetary and fiscal authorities. A broad-based tax cut, for example, accommodated by a program of open-market purchases to alleviate any tendency for interest rates to increase, would almost certainly be an effective stimulant to consumption and hence to prices.

Assim, a política fiscal pode agir diretamente na estabilização econômica nos períodos em que a tarefa é inexecutável se deixada apenas a cargo da política monetária¹⁰⁹. Na perspectiva do Novo Consenso¹¹⁰, o impacto fiscal sobre a demanda é baseado no efeito riqueza oriundo dos déficits públicos, que previamente era rejeitado pela hipótese da equivalência ricardiana (Tcherneva, 2008).

Em Woodford (1995, 1998) o efeito riqueza ocorre por meio de um “*bond drop*” por parte do governo, mesmo mecanismo apresentado para explicar o aumento dos preços segundo a FTPL¹¹¹. Quando o valor líquido da posse de obrigações públicas por parte dos agentes privados aumenta, os agentes, esperando um padrão de consumo maior intertemporalmente, aumentam o consumo, pressionando a alta dos preços até que a restrição orçamentária do governo volte ao equilíbrio (ponto em que o valor da dívida real nas mãos privadas volta a ser igual à emitida¹¹²).

Bernanke (2003), ao contrário de Woodford (1995), acredita que o efeito riqueza proveniente da política fiscal só é possível por meio de uma “*facilitação monetária*” através de uma redução dos tributos (“*quantitative easing via a money-financed tax cut*”, como denomina Tcherneva (2008)). Nas suas considerações sobre a crise do Japão, o autor expõe o mecanismo:

Consider for example a tax cut for households and businesses that is explicitly coupled with incremental BOJ [Bank of Japan] purchases of government debt – so that the tax cut is in effect financed by money creation. Moreover, assume that the Bank of Japan has made a commitment, by announcing a price-level target, to reflate the economy, so that much or all of the increase in the money stock is viewed as permanent (Bernanke, 2003).

¹⁰⁹ Recorrer ao estímulo fiscal é necessário porque, mesmo na alternativa não tradicional, mesmo que o banco central consiga comprar títulos no longo prazo e reduzir as taxas de juros (uma das formas não convencionais da política monetária), nada garante que as reservas provenientes destas operações vão parar nas mãos dos consumidores e investidores – seja porque os bancos não estão dispostos a emprestar, seja porque os indivíduos não estão dispostos a tomar emprestado (Bernanke 2002, 2003).

¹¹⁰ De acordo com Tcherneva (2008), a aplicação da política fiscal segundo os pressupostos do Novo Consenso é mais bem ilustrada pelo pensamento e atitude de Ben Bernanke: o atual presidente do Fed abraça os conceitos chave do consenso (curva IS, curva de Phillips e regra de Taylor), é a favor das políticas de metas de inflação e acredita que a regra de Taylor consegue ser eficiente no desafio duplo de combater a inflação e o desemprego. Ver também Seidman (2006).

¹¹¹ Como Tcherneva (2008) ressalta, o mecanismo de financiamento do “*bond drop*” de Woodford (1995) ainda necessita de explicação mais convincente, pois, apesar do autor considerar os casos em que não ocorre a criação de novas obrigações públicas (quando, por exemplo, os títulos são comprados por meio de reservas) e portanto não há efeito riqueza, não explícita como esse financiamento é possível.

¹¹² Para mais detalhes, além dos trabalhos de Michael Woodford, ver seção 2.3.2 deste trabalho.

Para o autor, este plano protege o orçamento público de déficits excessivos e reduz a preocupação com relação ao estoque de dívida porque os aumentos nos déficits são financiados pelo Banco Central ao invés de serem “vendidos” ao público em geral¹¹³. E, porque o banco “compra” o déficit no mesmo montante da redução dos impostos, não há nenhum ônus corrente ou futuro com relação ao serviço da dívida que implique em aumento futuro nos tributos, permitindo que os agentes gastem ao invés de poupar o corte. Com esse mecanismo o autor elimina, de imediato, a possibilidade de um comportamento do tipo ricardiano e prima por uma cooperação explícita, embora temporária, entre as autoridades monetária e fiscal, em que a fiscal deve “assumir as rédeas” do programa^{114, 115}.

Há, entretanto, que se fazer uma consideração a respeito da defesa desse tipo de política fiscal no Novo Consenso. Como Tcherneva (2008) ressalta, tanto as medidas fiscais propostas por Ben Bernanke quanto as de Michael Woodford operam como uma política de gestão das expectativas dos agentes. Para os autores do atual *mainstream*, a política fiscal de estabilização econômica pode ser uma ferramenta de ajuste tanto da demanda quanto da oferta agregada se conseguir influenciar positivamente as expectativas dos agentes. Se a política proposta não for crível ou se os agentes esperarem sua reversão após a implementação, todos os efeitos previstos são anulados.

Apesar de Krugman (2005, p. 522, ênfases nossas) argumentar que o Japão “*was arguably saved from an actual depression only by deficit spending on a massive scale*” e de que os EUA foram “*arguably saved from losing monetary traction only by tax cuts and a surge in defence spending*”, poucos autores reconhecem a importância ou advogam a utilização de uma política fiscal baseada no aumento direto dos gastos públicos. Um exemplo são Hemming *et alii* (2002) que, ao examinarem a política fiscal durante recessões em países avançados, concluem que as expansões fiscais podem ser mais eficientes (i) quando baseadas no aumento do gasto, (ii) quando há capacidade ociosa, (iii) no regime de câmbio fixo e (iv) quando as medidas são acompanhadas de expansão monetária. Já Wren-Lewis (2000) apresenta um modelo em que as

¹¹³ “*In other words the Central Bank will finance the government policy by creating electronic credits to tax payer accounts and by providing the requisite reserves*” (Tcherneva, 2008, p. 21).

¹¹⁴ “*Essentially, monetary and fiscal policies together have increased the nominal wealth of the household sector, which will increase nominal spending and hence prices. The health of the banking sector is irrelevant to this means of transmitting the expansionary effect of monetary policy, addressing the concern of BOJ officials about “broken” channels of monetary transmission. This approach also responds to the reservation of BOJ officials that the Bank “lacks the tools” to reach a price-level or inflation target*” (Bernanke, 2003).

¹¹⁵ Em tempos de crises severas, Bernanke (2003) sugere que a política fiscal deve ser soberana e que a política monetária deve facilitar suas ações.

mudanças na tributação afetam bem menos o produto do que as mudanças nos gastos públicos diretos, usando o resultado para argumentar que um programa de estabilização econômica baseado nos últimos pode ser útil em ajuda à política monetária. Kirsanova *et alii* (2005), por outro lado, fazem seus exercícios de modelagem levando em consideração o gasto público porque têm a intenção de medir o impacto direto na demanda¹¹⁶, mas não afirmam que essa seria a política mais apropriada, ao invés das variações na tributação, por exemplo.

Como Tcherneva (2008) afirma, a despeito dessas poucas exceções, a literatura em favor da política fiscal no Novo Consenso prefere utilizar as alterações tributárias¹¹⁷, que são a forma mais evidente da política atuar sobre as expectativas dos agentes. Feldstein (2002a), por exemplo, no mesmo sentido das políticas fiscais de Woodford e Bernanke, advoga uma “*política neutra de incentivo à renda*” que fomente tanto o consumo, pelo lado das famílias, quanto o investimento, pelo lado das firmas¹¹⁸. Leith e Wren-Lewis (2005a) mostram que tanto o gasto como a variação nos tributos podem atuar em qualquer tipo de choque sobre a economia¹¹⁹, mas afirmam que a via tributária é mais eficiente. Linnemann e Schabert (2003) reconhecem que mecanismo central pelo qual a política fiscal influencia a economia é o efeito riqueza que a tributação exerce sobre os gastos privados. Essas proposições indicam que mesmo agindo como política de estabilização econômica, a política fiscal não muda seu papel estrutural na visão do atual *mainstream*, o de ancorar as expectativas dos agentes e balizar seu comportamento.

Outra característica fundamental do Novo Consenso, que também se mantém nessa fase recente de consideração da política fiscal para o ajuste macroeconômico é a defesa das regras de atuação para a política, mesmo que revisitadas. Solow (2005) afirma que uma maneira de se atuar nos momentos de crise, evitando os problemas distributivos da política fiscal, é o

¹¹⁶ Pois, segundo os autores, se fossem baseados nas alterações dos tributos, haveria um efeito sobre a inflação que complicaria a análise (Kirsanova *et alii* 2005, p. 538). No mesmo sentido, Leith e Wren-Lewis (2005a, p. 593) argumentam que o aumento dos gastos públicos é a política que mais se parece com a política monetária, uma vez que ambas influenciam a demanda, e não somente as expectativas dos agentes.

¹¹⁷ Leith e Wren-Lewis (2005a) afirmam que as mudanças na tributação são importantes porque influenciam os preços relativos chave da economia: variações no imposto de renda, por exemplo, mudam a oferta de trabalho segundo os autores. Alguns, contudo, preferem o generalismo, como Allsopp e Vines (2005) que usam termos como “*instrumentos fiscais*” ou “*variação no déficit público*” (sem defender a preferência pelo gasto ou imposto em particular). Quando falamos nas alterações tributárias em alguma medida defendidas pelo movimento recente do *mainstream*, estamos nos referindo, principalmente, às mudanças que atingem a demanda agregada. Políticas tributárias de incentivo à oferta, que atuam positivamente sobre o produto potencial da economia, não encontram (historicamente) muita resistência no pensamento macroeconômico dominante. Ver, por exemplo, Barro (1990).

¹¹⁸ No mesmo sentido, estão Auerbach (2002), Linnemann e Schabert (2003) e Blinder (2004).

¹¹⁹ Embora os autores mostrem que num choque de tecnologia o gasto público não é muito eficiente, pois age de maneira similar à política monetária. O exercício, feito em Leith e Wren Lewis (2005b) e cujos resultados estão reproduzidos em Leith e Wren-Lewis (2005a, p. 592, Tabela 1), indica que a redução dos impostos é a política mais eficiente. De acordo com os autores, o gasto público é potencialmente mais útil em lidar com choques assimétricos numa união monetária.

estabelecimento prévio de um pacote de medidas a ser utilizado pela autoridade fiscal nesses momentos¹²⁰. No mesmo sentido, Auerbach (2005) ressalta que a formulação de regras para a política fiscal discricionária tem papel significativo nas respostas às mudanças no ambiente econômico, semelhante ao papel dos estabilizadores automáticos. Na maior parte dos casos, além daquelas estabelecidas para manter a sustentabilidade das contas públicas, as regras fiscais dessa literatura são pensadas como uma precaução a respeito das formas pelas quais a política fiscal possa agir em crises eminentes, evitando ações que possam comprometer a estabilização econômica¹²¹.

O estabelecimento das regras reduz a influência de um dos principais problemas de se implementar política fiscal discricionária: o institucional. Seja pela burocracia interna ao processo – uma vez que a política fiscal não muda da noite para o dia – seja pelos impasses estritamente políticos – que remetem às questões distributivas e à representação de interesses –, há diversos meios que justificam a ineficiência da política fiscal discricionária para o Novo Consenso, como já mostramos aqui. Solow (2005) ressalta que, quando o problema é na dinâmica institucional, é preciso reformular as instituições responsáveis pela política, mas não menciona nenhuma proposta a respeito^{122, 123}. Já Wren-Lewis (2003) radicaliza a necessidade de reforma institucional na instância fiscal sugerindo que a autoridade fiscal passasse a ser o próprio Banco Central¹²⁴. Problemas como *timing* da política, custos de execução, diferença de objetivos e, principalmente, de coordenação das políticas fiscal e monetária seriam, por pressuposto, eliminados nesta proposta.

Além desse reconhecimento da utilidade da política fiscal na estabilização econômica na visão recente do *mainstream*, resta-nos ainda uma última consideração, a respeito do mecanismo fiscal que talvez seja o único em consenso para essa “linha de pensamento”: os

¹²⁰ Segundo o autor, se a autoridade fiscal faz qualquer ajuste discricionário previsto num programa padrão, que por pressuposto é neutro, não há problemas quanto às expectativas dos agentes sobre as medidas a serem adotadas, quanto às opções políticas com relação às medidas distributivas ou quanto às ineficiências relacionadas à aceleração ou desaceleração da execução das medidas (Solow, 2005, p. 512-514).

¹²¹ A respeito das regras para atuação da política fiscal no contexto de crises, ver também FMI (2008) e OECD (2010).

¹²² Para o exame das questões institucionais teóricas da política fiscal, ver Leith e Wren-Lewis (2005a).

¹²³ Hagemann (2010) analisa como os conselhos fiscais independentes podem melhorar a performance fiscal no caso dos países da OCDE.

¹²⁴ Em Wren-Lewis (2000) o autor sugere um papel limitado, de regulador fiscal, para o Banco Central. Três anos depois, contudo, sua posição parece ter se tornado extrema.

estabilizadores automáticos¹²⁵. Sobre esses mecanismos, Baunsgaard e Symansky (2009, p. 6) fornecem uma definição concisa e precisa¹²⁶:

The automatic stabilizers reflect revenue and some expenditure items that adjust automatically to cyclical changes in the economy – for example, as output falls, revenue collections will decline, and unemployment benefits will increase. These changes will have a direct impact on the income of businesses and households. The effect of the automatic stabilizers will depend on the size of government but also on how responsive taxes and expenditures are to cyclical changes – one important, albeit not the sole, determinant of that is the progressivity of the tax system.

Neste sentido, uma característica geral dos estabilizadores automáticos é que aumentam o déficit público quando a economia se encontra num período de declínio da atividade e o reduz na fase de crescimento, funcionando como uma resposta apropriada a situações em que a economia sofre com choques de demanda.

A visão convencional a respeito dos estabilizadores automáticos mostra uma série de vantagens quanto à sua existência e ao seu livre funcionamento. A maior parte da argumentação parte do princípio de que, por um lado, são instrumentos que não sofrem com “lags” de decisão, pois já estão estabelecidos na estrutura econômica, e que tem os “lags” de implementação menores em relação às políticas discricionárias, uma vez que atuam de maneira gradual, conforme os gastos e a arrecadação pública reagem ao nível de atividade econômica (Wren-Lewis, 2000; Baunsgaard e Symansky, 2009). Outra característica a esse respeito é que os estabilizadores automáticos não sofrem de “time inconsistency”. Por serem também instrumentos simétricos (que atuam tanto na queda quanto no crescimento) e automáticos, não têm viés inflacionário e nem causam uma elevação (e/ou persistência de elevação) no patamar da dívida pública¹²⁷ (*ibid.*). Além disso, o aprimoramento destes mecanismos permite diminuir ou mesmo

¹²⁵ Na realidade, para o Novo Consenso dois papéis relativamente inquestionáveis para a política fiscal são “to control the public finances relatively tightly over the longer term, while allowing the ‘automatic stabilizers’ to play their part ‘over the cycle’” (Allsopp e Vines, 2005, p. 494).

¹²⁶ O trabalho de Baunsgaard e Symansky (2009) é uma discussão bastante detalhada sobre o papel dos estabilizadores automáticos, tanto em termos gerais quanto na sua utilização no contexto da crise atual. A discussão se baseia em três grandes temas: como aprimorar os estabilizadores automáticos; como sua utilização e seu aprimoramento podem ocorrer sem aumentar o tamanho do governo; e como é possível automatizar a política fiscal levando-se em consideração índices macroeconômicos que funcionem como gatilhos à utilização dos estabilizadores automáticos. Avançaremos na discussão desse último tópico no capítulo seguinte.

¹²⁷ Allsopp e Vines (2005) afirmam que a utilização de uma política fiscal discricionária, se usada de maneira prolongada pode significar aumento contínuo do déficit orçamentário e uma relação dívida/PIB crescente. Em contrapartida, Feldstein (2002b) mostra como é possível executar uma política fiscal discricionária sem causar aumento no déficit.

eliminar o viés pró-cíclico das políticas fiscais discricionárias, principalmente no caso de economias emergentes e de baixa renda¹²⁸.

Na realidade, para autores como Auerbach (2002), os estabilizadores automáticos oferecem uma alternativa à política fiscal discricionária e o fato de muitos autores defenderem o uso de estabilizadores automáticos em substituição a este tipo de política sugere que restrições institucionais a ela inerentes são críticas (Wren-Lewis, 2000). Segundo Auerbach (2002, p. 10):

...the automatic responses of the budget to the economic cycle [...] are nonetheless a component of stabilization policy and worthy of consideration, particularly if skepticism remains about the viability of discretionary policy.

Entretanto, como a mesma bibliografia reconhece, alguns problemas que podem comprometer a eficiência dos estabilizadores devem ser considerados quando da sua formulação e operação. Os estabilizadores automáticos não operam perfeitamente quando há restrições no espaço fiscal, de financiamento ou de solvência de dívida – o que reforça o argumento da necessidade de se seguir uma “*sound policy*” em períodos normais. Quando a economia sofre com choques de oferta, Baunsgaard e Symansky (2009) argumentam que estes mecanismos não podem ser superestimulados uma vez que essa atitude geraria inflação, como qualquer outra política fiscal discricionária. Por fim, apesar da influência sobre outras responsabilidades da autoridade fiscal, como as questões de diminuição de desigualdade e do aumento da progressividade da tributação, a elevação dos estabilizadores automáticos além de certo limite faz com que esses mecanismos percam sua eficiência.

Para a literatura aqui discutida, os estabilizadores automáticos parecem ser a principal forma de se resolver a maior parte das limitações de se utilizar uma política fiscal discricionária, principalmente em situações extremas como as de crise econômica. No sentido vislumbrado pelo Novo Consenso, os estabilizadores automáticos operam como uma regra, pré-estabelecida, de execução de política fiscal. Atuando de maneira contra-cíclica sobre o déficit público, também funcionam como estes autores esperam que uma política ativa aja. Pelas mudanças que representam nos indicadores fiscais, são, em si, uma resposta da autoridade fiscal já esperada pelos agentes e, neste sentido, reduzem sobremaneira os problemas de expectativas e de

¹²⁸ O aprimoramento dos estabilizadores automáticos é fundamental para qualquer tipo de economia, mas Baunsgaard e Symansky (2009) afirmam que a evidência mostra que o problema das políticas fiscais discricionárias pró-cíclicas é mais importante nos países emergentes e de baixa renda. Ver também Kaminsky *et alii* (2004) e Ilzetzki e Végh (2008).

credibilidade, fornecendo também uma solução a vários problemas institucionais da política. Em suma, como Solow (2005, p. 13) argumenta, para o Novo Consenso:

... the best immediate way to restore the usefulness of fiscal policy may be to focus on strengthening and extending the collection of automatic stabilizers.

Podemos então perceber dois movimentos com relação a essa retomada do papel para a política fiscal no Novo Consenso em Macroeconomia. Por um lado, aparentemente, há uma mudança de discurso, uma vez que os autores mostram e reconhecem as situações em que a política monetária não consegue lidar com a dupla função de estabilizar inflação e produto. Em situações em que o principal mecanismo de política se encontra no seu limite de atuação, a política monetária tem sua eficiência comprometida. Nessas situações, que geralmente apontam a eminência de uma crise, bem como na ocorrência de fato da mesma, a política fiscal pode ser chamada de volta ao palco da política para atuar de maneira mais ativa. Fora o período de exceção, a teoria afirma que a política fiscal deve permanecer no *backstage* e garantir a sustentabilidade sistêmica por meio do controle das contas públicas. Suas ações devem garantir tanto o ambiente macroeconômico favorável às ações da política monetária quanto a estabilidade necessária para a tomada de decisão dos agentes.

Por outro lado, apesar do reconhecimento da necessidade de atuação da política fiscal, a principal defesa da política, como não poderia deixar de ser, carrega os vários elementos básicos da visão do Novo Consenso. Quando é preciso atuar diretamente na demanda agregada, a melhor forma é através da tributação, que age sobre as expectativas dos agentes. O “*diretamente*” na demanda, não é tão direto, pois atua por meio do efeito riqueza. Se existem problemas institucionais, “*lags*” e idiosincrasias políticas na implementação da política fiscal, é melhor que suas ações sejam executadas por meio de regras, por um comportamento já esperado pelos agentes. A principal forma de realizar todas essas necessidades ao mesmo tempo é, além das possíveis reformas institucionais, atuar por meio do fortalecimento dos estabilizadores automáticos. O espaço que se abre para a política fiscal ativa é ainda pequeno no Novo Consenso quando comparado às possibilidades teóricas a ela inerentes, mesmo se levarmos em consideração apenas as situações de exceção.

Entretanto, muitos autores ainda mostram como a política fiscal pode ser eficiente em sentidos que discutem com a proposição do Novo Consenso. Como apenas os argumentos

“keynesianos tradicionais” em favor da política fiscal não são mais aceitos pelo atual *mainstream*, a defesa mais assídua da política fiscal usa como estratégia uma mescla entre esse tipo de argumento e o próprio arcabouço do Novo Consenso (ou pelo menos parte dele) para a reivindicação de um papel mais ativo para política fiscal no ajuste macroeconômico em qualquer tipo de situação, não apenas naquelas em que a política monetária é ineficiente. No que segue, mostraremos como uma visão alternativa, mesmo usando os princípios fundamentais do Novo Consenso, defende igualdade de condições de atuação na estabilização econômica tanto para a política fiscal quanto para a monetária.

2.5 – A defesa da Política Fiscal: uma alternativa crítica ao Novo Consenso

Há diversas maneiras de se oferecer alternativas à visão atual do *mainstream* com relação à política fiscal. As opções vão desde a invalidação das proposições do Novo Consenso pela desconstrução dos seus princípios básicos; podem passar pela própria crítica interna, que atém às inconsistências pontuais e à plausibilidade dos pressupostos frente à evidência empírica; bem como se basear na crítica geral das atribuições dos papéis às políticas, utilizando a própria estrutura de análise empregada por esse pensamento comum.

No primeiro leque de alternativas, recorreríamos à crítica (pós-)keynesiana aos pressupostos fundamentais do Novo Consenso e mostraríamos a defesa da política fiscal com base em outra categoria de análise. Nessa alternativa, seriam invalidados, por exemplo, a existência da NAIRU ou da curva de Phillips, a plausibilidade da TER ou ainda se argumentaria sobre cada uma das possibilidades reais da política monetária ser incapaz de lidar com o desafio duplo de controlar inflação e produto¹²⁹ (seja pela inelasticidade dos gastos às variações na taxa de juros, pelo impacto dos juros no câmbio, pelas conseqüências nos mercados de ativos entre muitas outras possibilidades). Já no segundo leque de críticas, apesar de já termos levantado uma delas quando discutimos a FTPL, apenas agiríamos em favor de mais aprimoramentos da visão estabelecida. Optamos, portanto, em argumentar pelo terceiro conjunto de críticas à visão atual. Acreditamos que a estratégia de defesa da política fiscal com importância semelhante à da

¹²⁹ Apesar da extrema importância da argumentação presente nas considerações pós-keynesianas em favor da política fiscal, principalmente pela reivindicação do uso das “finanças funcionais”, acreditamos que esse caminho pode ser percorrido após uma crítica externa ao consenso, mas que leve em consideração o mesmo arcabouço da Nova Síntese. Como, pelos seus princípios inerentes, as reivindicações pós-keynesianas não são abertamente consideradas pelo Novo Consenso, assumimos que a melhor estratégia, no momento, é tentar atuar no campo em questão.

política monetária, usando o próprio arcabouço do Novo Consenso, abre um espaço maior tanto pra discussão desta visão com o pensamento alternativo, quanto para o posterior questionamento dos seus princípios fundamentais¹³⁰.

Acreditamos que não há nada inerentemente monetário no processo de estabilização econômica proposto pelo Novo Consenso que justifique o papel marginal desempenhado pela política fiscal, da mesma maneira que afirmam Arestis e Sawyer (2003a) e Fontana (2009b). O argumento é que o papel de política de estabilização pode ser representado por qualquer variável que afete a demanda agregada. Fontana (2009a) usa a estrutura do modelo padrão da Nova Síntese, da maneira como é apresentado na maioria dos casos, para afirmar que através da variação da demanda é possível atuar no hiato de produto (*curva IS*) que, por sua vez, é usado para controlar as mudanças necessárias na taxa de inflação (*curva de Phillips*) para que sua meta seja atingida (*regra de Taylor*). Segundo o autor, por este mecanismo a política fiscal atua de maneira mais direta que a política monetária na estabilização econômica:

Comparing the transmission mechanism of fiscal policy with the transmission mechanism of monetary policy, it is clear that in the former case the government has a direct control of the lever affecting the AD [aggregate demand] function and, hence, the output gap, namely a_0 , whereas in the latter case the central bank has only an indirect control on the real interest rate and, hence, no more than an imperfect and temporary influence on the AD function and output gap (Fontana, 2009a, p. 18).

Neste sentido, o autor sugere que a “*curva IS*” seja substituída por uma versão que leve em consideração os gastos do governo, a tributação e as exportações líquidas de maneira endógena, influenciando o hiato de produto¹³¹. Esta proposta, na visão do autor, coloca o déficit público como resposta ao processo inflacionário (ou deflacionário) das mudanças no hiato de produto e tira parte da argumentação de que é apenas o resultado de ações deliberadas de uma autoridade fiscal irresponsável.

Entretanto, Setterfield (2005) mostra como a resposta fiscal com relação às variações no produto pode ganhar uma consistência maior na estrutura de análise do Novo Consenso

¹³⁰ Dessa forma, vamos nos valer das contribuições, primeiro apresentadas em Arestis e Sawyer (2003a, 2003b, 2003c) e daquelas desenvolvidas a partir do trabalho desses autores, como (e principalmente) a de Setterfield (2005).

¹³¹ Arestis e Sawyer (2003b) desenvolvem essa proposta e usa o mesmo princípio exposto por Fontana (2009a) para fazerem críticas pontuais às diversas formas de “*crowding out*” levantadas pelo Novo Consenso.

quando se considera uma regra para o comportamento da política fiscal no mesmo sentido em que a regra de Taylor é configurada¹³².

O modelo que o autor apresenta é uma reestruturação do modelo padrão do Novo Consenso em que a política fiscal ganha papel ativo enquanto a política monetária se torna passiva, responsável apenas pelo ajuste da taxa de juros de acordo com uma “taxa natural”¹³³. Para Setterfield (2005) a política fiscal é ativa no sentido de que o déficit (NFSP) muda em resposta aos desequilíbrios de curto prazo. Como a regra de Taylor é implicitamente atribuída à condução da política monetária, o autor denomina a regra para a condução da política fiscal de “*pseudo regra de Taylor*”. De acordo com seu modelo (Setterfield, 2005, p. 7):

$$y = y_l + f - \delta r \quad (1)$$

$$f = f_0 - \lambda(y - y_n) - \mu(p - p^T) \quad (2)$$

$$r = r_n \quad (3)$$

onde y é o nível de produto real, y_l é uma constante que capta os demais determinantes do produto real (balanço externo, investimento), p a taxa corrente e p^T a meta de inflação e r a taxa de juros real de equilíbrio. Os subscritos n representam os valores naturais das variáveis. A necessidade de financiamento do setor público em termos reais é representada por f , enquanto f_0 é uma constante que capta os seus determinantes estruturais.

Da mesma maneira que no modelo original do Novo Consenso, o equilíbrio é atingido quando a inflação é igual à meta e o produto igual ao potencial¹³⁴ (“natural”). A situação de equilíbrio é estável, mas Setterfield (2005) demonstra que, da mesma maneira que no modelo da Nova Síntese, existem algumas restrições para a função de reação para que o equilíbrio seja atingido. A principal delas é a necessidade de que a sensibilidade da resposta fiscal à variação na

¹³²Allsopp e Vines (2005, p. 498) afirmam que, em princípio, a política monetária e a fiscal podem ser substituídas. Entretanto, na prática, não são substituídas perfeitas devido aos problemas institucionais da política fiscal. A despeito dessa consideração, sua proposição é de que “*monetary policy reaction function of the new consensus should be replaced by a fiscal policy reaction function performing a similar role.*”

¹³³ De acordo com o autor, “*this “passive” monetary policy involves the central bank both accurately estimating and keeping track of the natural rate of interest as it changes over time. Monetary policy is passive, therefore, only in the sense that the interest rate is not the main instrument of stabilization policy: estimating and keeping track of the natural rate of interest are far from trivial tasks for the central bank to perform*” (Setterfield, 2005, pág.7)

¹³⁴ O autor prefere utilizar o nível do produto real na “curva IS” ao invés do hiato de produto utilizado no modelo padrão da Nova Síntese. A opção, contudo, não representa nenhum problema analítico comparativo entre os dois modelos.

inflação seja positiva¹³⁵. De modo geral, o modelo de Setterfield (2005) apresenta a mesma robustez do modelo da Nova Síntese.

O autor mostra que as condições de estabilidade do seu modelo são satisfeitas e afirma que a política fiscal “*is a viable alternative to monetary policy as an instrument of stabilization policy in a new consensus framework*” (Setterfield, 2005, p. 9, ênfase no original). Mas, na determinação das condições de equilíbrio, o modelo de Setterfield (2005) tem uma vantagem aparente: enquanto na sua regra de política apenas o produto potencial é a variável desconhecida, na regra de Taylor, além do produto potencial, a taxa de juros natural também não é conhecida¹³⁶. Contudo, mesmo que se usem os resultados do modelo de Kirsanova *et alii* (2005), que apontam a melhor resposta de uma regra fiscal como aquela em que a sensibilidade do gasto às variações no produto é nula, o modelo de Setterfield (2005) não se exime de depender da capacidade do Banco Central estimar apropriadamente o nível do produto natural¹³⁷.

No modelo da Nova Síntese, como argumentamos anteriormente, a capacidade de a política monetária afetar o produto depende da sensibilidade dos gastos da demanda agregada à taxa de juros. No modelo de Setterfield (2005), a capacidade de a política fiscal ser instrumento de estabilização econômica é indiferente quanto à elasticidade dos gastos frente a taxa de juros. De acordo com o autor, o único desafio à eficiência de sua “*pseudo regra de Taylor*” é a TER. Entretanto, como Woodford (1995) e Christiano e Fitzgerald (2000) argumentam, a existência de comportamento não-ricardiano não é implausível teoricamente. Por outro lado, Arestis e Sawyer (2003b, 2003c), o próprio Setterfield (2005) e Tcherneva (2008) advogam, com base nos estudos empíricos¹³⁸, que a existência da equivalência ricardiana, mesmo que “parcial”, é desprezível. Neste sentido a TER não é uma ameaça pujante à regra para a política fiscal¹³⁹ tal qual sugerida por Setterfield (2005).

¹³⁵ Em comparação ao princípio de Taylor para a política monetária, o autor denomina essa condição de “*pseudo princípio de Taylor*”.

¹³⁶ Pelas equações 1 e 3 do modelo de Setterfield (2005) é possível determinar a taxa de juros natural como dependente das condições estruturais da economia, onde a única variável não observável é o produto natural.

¹³⁷ Há de se fazer uma consideração sobre este ponto. Enquanto o modelo de Kirsanova *et alii* (2005) é uma *extensão* do modelo padrão da Nova Síntese, que possui tanto a regra de Taylor quanto uma regra para a condução da política fiscal, a proposta de Setterfield (2005) é a de *substituir* uma regra pela outra. Entretanto, acreditamos ser possível estender este último modelo da maneira como Kirsanova *et alii* (2005) o fazem, para que considerações a respeito dos impactos *da* e *na* dívida pública sejam levantadas.

¹³⁸ Como os de Campbell e Mankiw (1990), Blundell e MaCurdy (1999) e Hemming *et alii* (2002).

¹³⁹ Ao contrário da inelasticidade dos juros na determinação da eficiência da política monetária, onde “*empirical evidence suggests that investment spending is, in fact, interest inelastic (Chirinko, 1993; Fazzari 1993; 1994 - 95)*” (Setterfield, 2005, p.14).

Setterfield (2005) ainda afirma que, mesmo que a evidência mostrasse a existência de fato da equivalência ricardiana, para que essa possibilidade fosse uma restrição à política fiscal, ainda seria preciso demonstrar que existe um limite superior que restringe a elevação adicional do déficit/PIB e que esta relação, no momento da implementação da política, estivesse próxima o suficiente desse limite¹⁴⁰.

Além da argumentação com base nas características do modelo que permitem a Setterfield (2005) levantar a possibilidade de a política fiscal substituir a política monetária enquanto instrumento de estabilização econômica, o autor ainda defende que nenhuma das razões institucionais contrárias à política fiscal, como levantamos em seção anterior, fornece um motivo forte para acreditar que esta política é menos eficiente que a monetária na estrutura teórica do Novo Consenso. Como Arestis e Sawyer (2003b) argumentam, muitos deles também ocorrem com a política monetária e, para Setterfield (2005), o estabelecimento da “*pseudo regra de Taylor*”, elimina os “*lags*” da política, funciona como indicativo das intenções da autoridade fiscal para os agentes privados e não tem viés de déficit, uma vez que esse viés parece ter mais relação com o valor dos determinantes estruturais da NFSP do que com a sua própria variação. Com base na discussão geral proposta pelo seu modelo, Setterfield (2005, p 15, ênfase no original) conclui:

On balance, then, this brief evaluation of the comparative efficacy of fiscal and monetary policy as instruments of stabilization policy in the new consensus suggests that fiscal policy is at least as, if not, in fact, more potent as an instrument of stabilization policy than is monetary policy – despite (or perhaps one might say contrary to) current mores favouring the latter.

E, ainda:

Even if one accepts controversial features of the new consensus model – such as its insistence on the existence of “natural” equilibrium values of real variables defined exclusively on the supply-side of the economy, and the paramount importance of creating an acceptable equilibrium rate of inflation through the process of inflation targeting – there appears to be both a potential role for fiscal policy in lending stability to these equilibrium values, and a distinct possibility that fiscal policy is more effective in this role than is monetary policy.

¹⁴⁰ Neste caso, da mesma maneira as mudanças das taxas de juros devem ser de grande magnitude para que a política monetária influencie o produto quando os gastos são juros-inelásticos, as mudanças na “*pseudo regra de Taylor*” de Setterfield (2005) deveriam ser grandes o suficiente para demonstrar que limite superior da relação déficit/PIB foi de fato uma restrição à manipulação da NFSP.

At the very least, it would seem that the unquestioned privileging of monetary policy as the instrument for stabilization policy in the new consensus is inappropriate (ibid.).

O resultado de Setterfield (2005) vai, portanto, no mesmo sentido das proposições de Arestis e Sawyer (2003a, 2003b, 2003c), Tcherneva (2008) e Fontana (2009a, 2009b), pois mostra que a política fiscal pode ter propriedades similares à da política monetária enquanto ferramenta de ajuste macroeconômico. No caso de Setterfield (2005), isso é possível pela consideração de uma regra para a execução da política fiscal parecida com a regra de Taylor no caso da monetária. Para os demais autores, além da consideração de argumentos como os de Setterfield (2005), a defesa da política fiscal também embarca nos questionamentos estruturais do modelo, estratégia que, como dito, por hora, optamos por não considerar.

Considerações finais

Neste capítulo mostramos que após o ativismo das políticas keynesianas do pós-guerra a política fiscal ocupou um lugar secundário em termos de estabilização do produto e controle macroeconômico. A quebra do consenso em torno da viabilidade das políticas discricionárias de ajuste na demanda, suportada tanto pela perspectiva teórica quanto pelos acontecimentos históricos à época, colocam a política fiscal numa posição subordinada com relação à política monetária. A subordinação, contudo, não tira a centralidade da política em garantir a estabilidade sistêmica. Na visão que se desenvolve após o período de discricionabilidade keynesiano, a política fiscal, ao manter o controle intertemporal das contas públicas, garante a sustentabilidade da dívida pública e, por conseguinte, fornece os “*fundamentos econômicos*” necessários tanto para a execução da política monetária por parte do Banco Central quanto para a tomada de decisões dos agentes privados.

Para a visão do Novo Consenso, a estabilidade macroeconômica depende, neste sentido, do comprometimento da política fiscal com a adequação da sua restrição orçamentária, da capacidade da política monetária em conseguir o ajuste necessário da taxa de juros e da interação positiva entre as duas políticas. Dessa forma, em situações em que uma ou mais dessas condições não são satisfeitas, a estabilidade fica prejudicada. Mostramos cada uma dessas possibilidades e demos atenção especial ao fato de que, quando a política monetária se torna ineficiente, principalmente quando a taxa de juros se atinge seu “*zero bound*” e/ou quando há

eminência de uma crise de deflação, algumas vezes no atual *mainstream* levantam a possibilidade da atuação mais direta da política fiscal como instrumento de estabilização macroeconômica.

Entretanto, apesar de claros exemplos de que o gasto público pode ser eficiente e necessário em “períodos de exceção” (sic), a defesa da política fiscal para esses autores se baseia principalmente nas formas de atuação sobre as expectativas dos agentes, no incentivo ao gasto baseado no efeito riqueza trazido das variações na tributação e/ou dos lançamentos líquidos de títulos públicos. O único instrumento de política fiscal de fato inquestionável pelo Novo Consenso são os estabilizadores automáticos, que funcionam como uma regra de atuação para a política com efeitos anticíclicos sobre o déficit público, como as ações discricionárias, em princípio, podem ter.

No caminho tomado neste capítulo, mostramos que, mesmo o reconhecimento da necessidade da política fiscal enquanto ferramenta de estabilização no período recente, o fundamental do Novo Consenso ainda guia o pensamento do *mainstream*: em situações normais, cabe à política monetária o papel proeminente de instrumento de ajuste macroeconômico. Como Arestis e Sawyer (2003b) sugerem, não é de se estranhar que, num modelo em que se parte de princípios “clássicos” como a existência da NAIRU e da hipótese de consumidores ricardianos, exista pouco papel para a política fiscal. Questionamos então essa justificativa e mostramos que, mesmo usando a estrutura teórica do modelo da Nova Síntese, não há nada que justifique o papel marginal atribuído à política fiscal a não ser aqueles que não se encontram de todo na teoria.

Blinder (2004) afirma que o período pós-2001 é uma “nova era” das políticas macroeconômicas e da política fiscal em especial, mas que ainda é difícil de caracterizar. Mesmo que seja complicado caracterizar o período corrente, seja pela dinâmica dos acontecimentos, seja pela dificuldade de se destacar uma característica marcante geral da política, é possível apontar algumas direções gerais. A crise do Japão e a dos EUA foram o principal indicativo de que o pensamento a respeito da política fiscal deveria ser revisto. Ainda que marginais, houve mudanças tanto na teoria quanto na execução da política. Com base nesse mesmo tipo de argumento, nossa proposta é mostrar em que medida a crise no mercado financeiro de 2008 contribuiu para esse movimento de repensar a política fiscal. Esse é o desafio do capítulo que segue.

III – A Crise Financeira de 2008: Impactos na visão do Novo Consenso sobre a Política Fiscal

Introdução: a Crise de 2008 e o Desafio Teórico

Em trabalho publicado em 2005, Paul Krugman levanta as possibilidades da volta de uma política fiscal mais ativa ao centro do debate sobre o ajuste macroeconômico. Como justificativa, além de suas considerações sobre o caso japonês na década de 1990, está a análise a respeito das condições da economia dos EUA entre os anos de 2000 e 2005 e as características da política macroeconômica executada à época. O período abordado pelo autor, que engloba o episódio do estouro da bolha “pontocom”, em vários aspectos, se assemelha ao período atual, da crise financeira de 2008¹.

De acordo com Krugman (2005) é possível afirmar que a economia estadunidense sofreu com a queda na atividade econômica do estouro da bolha tecnológica, no início de 2001, até meados de 2003, quando surgem sinais mais claros de recuperação². Essa queda, como o autor destaca, veio acompanhada de uma resposta agressiva por parte da política monetária, representada tanto pela redução abrupta da taxa de juros já no início da recessão³ quanto pela manutenção de reduções adicionais durante a fase de recuperação. Para o autor, até então, a crise de 2001 havia se configurado como o pior choque enfrentado pelos EUA desde a Grande Depressão dos anos 1930 e, mesmo sendo bem diferente dos choques aos quais o país estava acostumado a enfrentar⁴, a política macroeconômica foi capaz de superá-lo. Entretanto, ao contrário do que se costuma afirmar, a eficiência da política macroeconômica não pode ser vista apenas como o resultado da política monetária implementada pelo Fed. Na visão de Krugman (2005), dois fatores adicionais às reduções na taxa de juros, que chegaram a 1,25% em novembro de 2002, permitiram o êxito da política macroeconômica. O primeiro foi o efeito colateral não

¹ Na realidade, é possível encarar o ciclo que culminou com a crise no mercado financeiro em 2008 também como decorrência das medidas tomadas no período analisado pelo autor.

² Na cronologia da *National Bureau of Economic Research* a recessão na economia estadunidense durou até o terceiro trimestre de 2001, mas Krugman (2005) usa o fato da manutenção das quedas na atividade e no emprego para caracterizar esse período de cerca de um ano e meio como sendo o período total de queda econômica.

³ A “*Fed funds rate*” foi reduzida de 6,5% em dezembro de 2000 para 1,75% em dezembro de 2001.

⁴ Auerbach e Gale (2009a) mostram as últimas quatro recessões nos EUA (1982, 1990, 2001 e 2008) e a diferença das políticas usadas para lidar com cada uma delas. Segundo os autores, o ativismo anticíclico é mais forte na recessão mais recente.

esperado dessa redução na geração de um *boom* imobiliário, refletido tanto no aumento do investimento no setor quanto no surto do consumo financiado pelo crédito hipotecário. O segundo foi a ajuda de uma política fiscal expansiva, na forma de cortes de tributos e de aumentos nos gastos de defesa, mesmo que nenhuma das duas medidas tenha sido propriamente descrita como resposta à recessão⁵.

Dessa forma, apesar da política monetária ter se apresentado como a expressão mais evidente da política macroeconômica durante a crise de 2001, a recuperação econômica só ocorreu devido à sua combinação com os outros dois elementos que agiram em seu favor⁶. Essa constatação permitiu que Krugman (2005) alertasse, em tom de profecia, que na eminência de uma crise da mesma natureza que a do estouro da bolha de 2001, não se deveria depender apenas da política monetária para lidar com a situação. O alerta se tornava ainda mais incisivo quando o autor evidenciava duas características que poderiam reduzir a capacidade de atuação da política monetária: a taxa de juros se mantinha em patamares baixos por muito tempo e, desde 2004-2005, havia sinais de desconexão entre as taxas de curto e de longo prazo⁷. No argumento do autor, o primeiro caso representava uma redução no raio de manobra para a redução dos juros, quando essa atitude fosse necessária para estimular a economia. Já o segundo, relembra a todos a possibilidade de que, mesmo com movimentos da taxa de curto prazo, o banco central poderia não conseguir alterar as taxas de longo prazo, as quais realmente são relevantes para muitas decisões de gasto (Krugman, 2005, p. 521-522).

Como Krugman (2005) ressalta, as condições econômicas dos EUA no período posterior ao ciclo 2000-2005 justificariam, por um lado, a preocupação com as opções em se lidar com a possibilidade futura de uma crise e seus efeitos sobre a economia. Por outro lado, as lições que se poderia tirar da interação entre as políticas monetária e fiscal no período reafirmariam a necessidade de atenção para o caso em que fosse preciso o uso de uma política fiscal ativa como recurso de ajuda à política monetária no ajuste de um choque na economia. Como vimos no Capítulo 2 desse trabalho, nos períodos em que a política monetária é incapaz de lidar com o ajuste macroeconômico quando da ocorrência de uma crise, o atual *mainstream* começa a ceder

⁵ O corte nos tributos foi parte de um projeto político de longo prazo e o aumento dos gastos em defesa se deve aos ataques de 11 de Setembro.

⁶ Uma vez que tanto o *boom* imobiliário quanto a política fiscal expansiva estimularam a demanda agregada.

⁷ O autor mostra a preocupação com relação à queda histórica da taxa de juros nominal “normal” dos EUA de 8 para 4% em 2005, o que equivale, com uma expectativa de 2% para a inflação, a uma taxa de juros real de 2%. Para o autor, apesar da taxa de juros ainda ser distante de zero e do Fed ainda poder ser eficiente sem a ajuda da política fiscal, as chances de ocorrerem circunstâncias anormais seriam maiores nesse cenário.

espaço para o uso de uma política fiscal mais ativa, tal qual ocorreu na crise de 2001 nos EUA ou na fase vivida pelo Japão na última década do século XX.

Nesses termos, reconhecendo a real necessidade de uma política fiscal ativa no futuro e de não se confiar apenas no poder da política monetária para a função, Krugman (2005, p. 523) afirma:

Still, the next time there is a slow-down, there will be a pretty strong case for supplementing monetary expansion with discretionary fiscal policy. That case will be much stronger than I, at least, imagined possible not that long ago. In that limited sense, fiscal policy as a tool of stabilization policy is poised for a comeback.

Como sabemos, o *boom* imobiliário percebido por Krugman (2005) acabou se tornando de fato uma bolha⁸, cuja explosão levou à crise financeira de 2008, bem como ao que se passou a chamar de Grande Recessão, devido às suas conseqüências sobre a economia real.

À crise de 2008 são atribuídas muitas causas, principalmente no que se refere às questões de regulação e supervisão do mercado financeiro e, nesse aspecto, muito se tem discutido desde seu estouro até os dias atuais (e muito ainda se discutirá a respeito no futuro). Como não é nossa intenção buscar seu entendimento, nem tampouco estudar a fundo suas conseqüências, podemos apenas levantar algumas características gerais que serão essenciais na nossa intenção de entender a influência que esse episódio teve sobre a teoria *mainstream* com relação à política fiscal.

De acordo com FMI (2009a), as raízes da crise financeira de 2008 se encontram no período de baixas taxas de juros e altas taxas de crescimento da economia global⁹. Por um lado, como as taxas de juros estavam baixas, os investidores em todo o mundo buscavam alternativas mais rentáveis para suas aplicações, mesmo que isso significasse uma queda na qualidade e um aumento no risco dos ativos¹⁰. As altas taxas de crescimento econômico e a baixa volatilidade

⁸ De acordo com Eichengreen (2010), o mercado imobiliário nos EUA decolou de fato entre 2005 e 2007, véspera do estouro da bolha.

⁹ A literatura chamava esse período de Grande Moderação e, para tal, trabalhava com a hipótese de que a economia havia se tornado mais estável e os ciclos teriam sido domados por uma combinação de aprimoramentos na política monetária, dirigida pelos desenvolvimentos da teoria econômica *mainstream*.

¹⁰ Autores como Svensson (2010, p. 1), por outro lado, acreditam que a política monetária tem pouca responsabilidade pela crise: “*The factors were the macro conditions; distorted incentives in financial markets; regulatory and supervisory failures; information problems; and some very specific circumstances, such as the US housing policy to support home ownership for low-income households*”. Para o autor, os argumentos do “*global saving glut*” (Bernanke, 2005) e da insuficiência de investimento explicam o baixo nível de taxa de juros nos EUA e aumento nos preços dos ativos. Com essas considerações e vivendo o período

ajudaram na má avaliação do risco sistêmico. Por outro lado, e em parte devido ao aumento da demanda por ativos com maior rentabilidade, o sistema financeiro desenvolveu novas estruturas e criou novos instrumentos que satisfizessem a essa procura, mas que, de fato, eram mais arriscados do que se apresentavam. Dentre esses instrumentos, estão os derivativos financeiros gerados a partir do mercado “*subprime*”, um tipo especial de crédito (hipotecário) dos EUA¹¹.

O gatilho da crise foi a deterioração do mercado imobiliário nos EUA e o forte aumento na falta de pagamento das hipotecas “*subprime*”, que funcionou apenas como “o detonador de uma crise financeira mais geral que se vinha gestando lentamente, através de uma excessiva expansão da liquidez, do endividamento e de sucessivas bolhas de preços de ativos, processados pela desregulação e complexidade do novo sistema financeiro privado”¹² (Tavares, 2009, p. 3).

Os desdobramentos se tornaram intensos à medida que os bancos ao redor do mundo começaram a restringir o crédito devido à percepção do aumento do risco e da possibilidade de *default* dos seus devedores. Com restrição do crédito, a demanda caía, fechando um ciclo retroalimentador. Somando a isso a falha e mesmo a quebra de muitas grandes instituições financeiras e não-financeiras, a confiança sistema ficava totalmente comprometida (Ehler, 2009). Dessa forma, a crise começou no mercado de ativos e logo passou para a economia real, quando a destruição da riqueza financeira das famílias se traduziu em declínio no consumo seguido de quedas nos investimentos e nos valores comerciais do mercado acionário (Feldstein, 2009).

Eichengreen (2010) afirma que em três trimestres (do verão de 2007 à primavera de 2008, no hemisfério norte) a crise já tinha se alastrado para todo o globo¹³. No caso da Europa em

da Grande Moderação, começa o processo de aumento do risco, da tomada de ativos arriscados que acaba resultando na bolha imobiliária.

¹¹ Os créditos “*subprime*” são geralmente concedidos a tomadores que não apresentam garantias suficientes para o pagamento do empréstimo. No caso do crédito hipotecário, a garantia é a residência do tomador. Na gestação da crise financeira de 2008, os créditos “*subprime*” do mercado imobiliário passaram a ser comercializados na forma de ativos (derivativos) no mercado financeiro. Para mais detalhes a respeito da dinâmica do mercado financeiro no que diz respeito aos derivativos e à securitização inerente ao processo de criação de papéis como os do mercado “*subprime*”, ver Minsky (1987), Tavares (2009) e Claessens *et alii* (2010) entre outros.

¹² Claessens *et alii* (2010) levantam as características peculiares dessa crise que tiveram papéis fundamentais na determinação de sua magnitude, transmissão e amplificação da quebra em âmbito global: (i) o uso amplamente disseminado de instrumentos financeiros complexos e obscuros; (ii) o aumento na conectividade dos mercados financeiros nacionais e internacionais, com os EUA no centro; (iii) o elevado grau de alavancagem das instituições financeiras; (iv) o papel central do setor imobiliário. Para os autores, o catalisador da crise foram os mercados imobiliários e hipotecários “super estendidos”. Já o gatilho foi a reviravolta nos preços dos imóveis, em parte relacionada a um aperto monetário, com o setor “*subprime*” como o principal iniciador do tumulto subsequente.

¹³ Claessens *et alii* (2010) explicam que o aumento da “interconectividade” das instituições financeiras e dos mercados, juntamente com os riscos financeiros correlacionados, intensificou o contágio através de diversos mecanismos: conta de capital, pressões nos “*fundings*” internacionais, etc..

especial, o mercado único, a intensificação da competição e a composição dos portfólios em grande parte por estruturas financeiras tornavam a estrutura bancária mais alavancada que no caso dos EUA, fazendo com que a crise chegasse de maneira rápida¹⁴. Assim,

By the summer of 2008, the world economy was tracking the Great Depression. In contrast to that earlier historical episode, the policy response was quick and powerful (Eichengreen, 2010, p. 9).

A rapidez e a força das respostas de políticas para esse episódio indicam não apenas a magnitude da recessão que a sucessão de eventos da crise do mercado “*subprime*” desencadeou em boa parte do mundo, como também apontam para as amplas discussões, que se estendem até o momento atual, sobre as medidas necessárias para que a economia global volte ao caminho do crescimento econômico¹⁵. Dentre essas discussões está o questionamento, levantado por Fontana (2009a), da capacidade do Novo Consenso em Macroeconomia iluminar os caminhos para a superação dos desafios contínuos que a crise financeira impôs (e ainda têm imposto) tanto aos teóricos quanto aos formuladores de políticas; ou ainda de se corrigir, aprimorando suas estruturas teóricas para enfrentar tais desafios. Strauss-Kahn (2011, p.1), por sua vez, elucida a magnitude do impacto da crise sobre o consenso na disciplina macroeconômica:

...the global financial crisis devastated the global economy and caused incalculable hardship and suffering all over the world. But it did more than this – it also devastated the intellectual foundations of the global economic order of the last quarter century.

Neste sentido, como já mencionamos, nossa proposta é tentar entender em que medida o episódio da crise financeira de 2008 funciona como uma grande evidência, um alerta e mesmo um chamado para a execução de uma política fiscal mais ativa e em que medida esse chamado representa uma mudança na maneira de se enxergar o papel da política fiscal para o *mainstream*. A hipótese geral deste capítulo, que sustenta toda a investigação feita nesse trabalho, mesmo que ainda muito tentativa, partilha em muito com a proposição de Palley (2009, p. 6):

¹⁴ Em alguns países, como Espanha, Irlanda e Reino Unido, também existia *boom* imobiliário (Eichengreen, 2010).

¹⁵ Como veremos em seguida, a respeito dos sucessivos encontros do G-20 e das discussões e encontros entre os especialistas, como o promovido pelo FMI em março de 2011.

The current moment of financial crisis and the prospect of deep recession offer a historic window of opportunity for change in economics and in economic policy.

Assim, a magnitude da mudança que de fato ocorreu (ou está ocorrendo) no âmbito teórico e, conseqüentemente no de formulação, proposição e execução de políticas, em particular as de caráter fiscal, é a questão principal desse capítulo. Para isso, além dessa introdução mostraremos, no tópico seguinte, a percepção e o reconhecimento das falhas da teoria convencional até então defendida pelo *mainstream* perante a crise atual.

Como conseqüência desse reconhecimento geral, mostraremos como a política monetária se portou de maneira diversa daquela comumente defendida pelo *mainstream* e, em seguida, como às ineficiências da política monetária seguiram os chamados e a necessidade de execução de medidas fiscais, dado o impacto que a crise causou sobre a economia.

Através dos chamados para a política fiscal e das medidas de fato executadas podemos inferir algumas considerações sobre a magnitude da mudança no pensamento do Novo Consenso. As propostas, as medidas, os debates e as preocupações com relação à política fiscal discricionária que se estabeleceram a partir da crise são evidências das possíveis alterações na maneira de se enxergar essa política para o *mainstream*.

Neste intuito, mostraremos as principais questões levantadas no debate atual. Em primeiro lugar, teceremos considerações a respeito da discussão sobre os multiplicadores fiscais, cuja intensidade também foi marcada por grandes divergências no episódio. Em seguida, mostraremos que o consenso em torno da utilização dos estabilizadores automáticos enquanto instrumentos fiscais de ajuste macroeconômico foi aprofundado e aprimorado, avançando no sentido de permitir a execução de certo grau de discricionarietà. Além da discussão a respeito dos estabilizadores automáticos, argumentaremos que a manutenção da preocupação com a sustentabilidade das contas públicas no longo prazo passou a ser compatível com a possibilidade de ocorrência de grandes déficits públicos, necessários para a execução de uma política fiscal discricionária no curto prazo. Através da idéia da geração de um espaço fiscal no período de ascensão do ciclo, o atual *mainstream* abre a possibilidade para a execução de medidas discricionárias de grande magnitude em períodos de queda na atividade, ou de grandes choques como o que a crise representou. Como considerações finais, mostraremos em que medida as considerações para a política fiscal feitas pelo *mainstream* durante a crise representam alterações na visão deste grupo.

3.1 – O Reconhecimento Geral

Milton Friedman, um dos grandes expoentes da economia *mainstream* após os anos 1960 e um dos “fundadores”, por assim dizer, das bases do Novo Consenso já reconhecia o papel das crises no impulso às mudanças:

There is enormous inertia – a tyranny of the status quo – in private and especially governmental arrangements. Only a crisis – actual or perceived – produces real change. When that crisis occurs, the actions that are taken depend on the ideas that are lying around (Friedman, 2002, p. xiii–xiv, *apud* Palley, 2009, p. 6).

As condições deixadas pela crise financeira de 2008 criaram um momento para mudanças significativas tanto no pensamento *mainstream* quanto na política macroeconômica por ele sugerida¹⁶ (talvez em maior grau nessa última).

Talvez nada seja tão significativo quanto ao reconhecimento das falhas existentes na visão do Novo Consenso do que a admissão de Alan Greenspan frente ao Congresso estadunidense, em outubro de 2008, de que sua ideologia econômica estava equivocada¹⁷. Por muito tempo, a abordagem de Greenspan quanto à regulação financeira e a condução da política monetária foram sancionadas por grande parte dos mais influentes economistas. Por ter colocado muita fé no poder de (auto)correção do livre mercado, e se respaldado pela rapidez na recuperação do estouro da bolha “pontocom”, Greenspan admite que falhara em antecipar o poder autodestrutivo da ampla gama de instrumentos desenvolvidos no mercado financeiro, em especial aqueles que representavam a excessiva alavancagem do crédito, como os empréstimos imobiliários. A transcrição de parte de seu diálogo com Henry Waxman, *chairman* do Comitê reunido no Congresso dos EUA, demonstra a mudança de visão de Greenspan e o possível início de um ponto de inflexão nas convicções do pensamento *mainstream*¹⁸:

¹⁶ Para Palley (2009), a possibilidade de mudanças no pensamento *mainstream* é a boa notícia que veio junto à crise de 2008. A má notícia, entretanto, é que, além da recessão profunda em que muitos países se encontraram (ou ainda se encontram), que significa ainda mais sofrimento econômico, boa parte dos desenvolvedores da disciplina macroeconômica ainda estará profundamente resistente à mudança por um bom tempo adiante.

¹⁷ Depoimento frente à *House Committee of Government Oversight and Reform* no dia 23 de outubro de 2008, no Congresso estadunidense.

¹⁸ Já é notória a introdução do testemunho de Greenspan frente ao Congresso: “...*I also want discuss how my thinking has evolved and what I have learned in this past year.*” (Greenspan, 2008, *apud* *The Wall Street Journal*, 23/10/2008).

Henry Waxman (HW): *"You found that your view of the world, your ideology was not right, it was not working?"*

Alan Greenspan (AG): *"Absolutely, precisely. You know, that's precisely the reason I was shocked, because I have been going for 40 years or more with very considerable evidence that it was working exceptionally well."* (*The Washington Post*, 24/10/2008)

...

HW: *"Do you feel that your ideology pushed you to make decisions that you wish you had not made?"*

AG: *"Yes, I've found a flaw. I don't know how significant or permanent it is. But I've been very distressed by that fact."* (*The New York Times*, 24/10/2008)

...

AG: *"I made a mistake, in presuming that the self-interests of organizations, specifically banks and others, were such as that they were best capable of protecting their own shareholders and their equity in the firms."* (*The Washington Post*, 24/10/2008)

Além da surpresa de Greenspan, por ele encarada mais como decepção, com a incapacidade de autodisciplina do mercado, podemos estender suas considerações para o questionamento de todo o embasamento teórico referente ao Novo Consenso em Macroeconomia. Os princípios presentes nessa teoria se transformaram em convicções rígidas para o *mainstream* atual, sejam eles sobre a capacidade de regras simples para a política monetária e fiscal em garantir a estabilidade econômica; a idéia de que a desregulamentação e a privatização forneceriam crescimento e prosperidade; a defesa de que os mercados financeiros canalizariam os recursos para as áreas mais produtivas e se (auto-)fiscalizariam de maneira eficiente; bem como o argumento de que a globalização dos mercados permitiria o crescimento e desenvolvimento econômico de todos os países¹⁹.

Com a crise de 2008 e seus efeitos globais, e a partir do duro diálogo entre Greenspan e Waxman, muitos passaram a questionar se o aparente sucesso na condução da economia estadunidense daquele que ocupou a presidência do Fed de 1987 a 2006 não teria sido de fato ilusória, e se suas decisões, baseadas na ideologia cega sobre o perfeito funcionamento do livre mercado não teriam construído a maior bolha de crédito da história. Nesse episódio, para muitos

¹⁹Para mais detalhes a respeito dessas convicções para o *mainstream* em macroeconomia, ver Strauss-Kahn (2011).

autores, as bases da teoria dominante entram em xeque e se abre a oportunidade para o questionamento dos fundamentos sobre os quais ela se consolidou.

O reconhecimento das falhas da teoria vigente, por defensores de dentro do próprio *mainstream*, independentemente da magnitude de sua inserção ideológica no Novo Consenso, não se restringe apenas a Alan Greenspan. Economistas do FMI²⁰ também contribuíram significativamente com relação ao repensar da teoria dominante atual, a partir da crise de 2008. O artigo de Blanchard *et alii* (2010) talvez tenha sido o trabalho de maior repercussão no meio acadêmico, uma vez que os autores aceitam que a crise os força a questionar a maneira pela qual acreditavam que a macroeconomia deveria ser conduzida. Sua proposta é demonstrar em que medida a teoria amplamente divulgada estava correta e, principalmente, evidenciar o que a crise demonstrou serem grandes equívocos daquela teoria. Não se restringindo apenas a essas preocupações, os autores usam o episódio da crise para tentar desenhar os primeiros passos na direção da construção de uma nova estrutura para a teoria macroeconômica²¹.

No mesmo sentido que nosso esforço até aqui tem demonstrado, Blanchard *et alii* (2010, p.3) ressaltam que o consenso em macroeconomia se baseava nas considerações que formam um grande tripé, onde se colocam a política monetária, a fiscal e a regulação financeira²²:

...we thought of monetary policy as having one target, inflation, and one instrument, the policy rate. So long as inflation was stable, the output gap was likely to be small and stable and monetary policy did its job. We thought of fiscal policy as playing a secondary role, with political constraints sharply limiting its de facto usefulness. And we thought of financial regulation as mostly outside the macroeconomic policy framework.

O pretérito usado na citação indica, por um lado, que os autores reconhecem que boa parte do que “*achavam que sabiam*” não se sustenta indubitavelmente perante os acontecimentos da crise que, por outro lado, “*lhes ensinara outras lições*” para a estruturação das políticas

²⁰ Os trabalhos desses economistas serão utilizados na discussão que segue, mas, a título de reconhecimento individual (muitos publicam em numerosas parcerias), podemos citar , Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia, Paolo Mauro, Stijn Claessens, Deniz Igan, Luc Laeven e Michael Freedman, entre muitos outros.

²¹ Dada sua importância e seu impacto para o pensamento macroeconômico atual, seja ele de dentro ou fora do *mainstream*, daremos uma atenção mais detalhada a esse trabalho nos próximos parágrafos.

²² A única diferença do que temos argumentado nos dois capítulos anteriores dessa dissertação se refere à regulação financeira. Isso se explica principalmente por que essa questão não faz parte do objetivo aqui escolhido e pelo fato, como os próprios autores ressaltam, da preocupação ter estado fora da estrutura de política macroeconômica até então.

macroeconômicas²³. Dessa forma, os autores reconhecem o problema de cada uma das convicções que eram tidas como certas para o *mainstream*.

No que concerne à política monetária, as considerações se referem ao objetivo de controlar a inflação. Blanchard *et alii* (2010) reconhecem que a estabilidade de preços pode ser necessária para a estabilidade econômica mas não é condição suficiente²⁴. Muito do que os autores reconhecem ter aprendido com a crise a respeito da busca pela estabilidade inflacionária já se configurava como preocupação da heterodoxia econômica, principalmente nos diversos trabalhos desenvolvidos para analisar de maneira crítica a prática do regime de metas de inflação²⁵. Além do controle da inflação não garantir, por si, a estabilidade econômica, o problema se agrava ainda mais quando as metas são pouco flexíveis e/ou extremamente baixas e quando os choques ocorrem nos preços que estão fora do “núcleo da inflação”, como no caso de variações nos preços das commodities (como o petróleo) ou no *boom* imobiliário que resultou na crise financeira. Para os autores, nenhum índice de preços escolhido como “o” índice a ser estabilizado é capaz de ser a referência para a estabilidade geral de preços.

Blanchard *et alii* (2010) reconhecem ainda que a inflação pode ficar estável e, a despeito, o hiato de produto variar, levando a uma “espécie” de “*trade-off*” entre os dois. Entretanto, tal “*trade-off*” é difícil de ser demonstrado na prática, uma vez que o produto potencial é uma variável complicada de se calcular²⁶. Além disso, mesmo com a inflação e o hiato de produto estáveis, o comportamento dos preços de alguns ativos e do crédito agregado, ou a composição do produto²⁷, podem ser indesejáveis e (potencialmente) desencadear ajustes macroeconômicos maiores no futuro (Blanchard *et alii*, 2010, p. 7-8). Como os autores afirmam, ficou claro após a crise que o comportamento da inflação é mais complexo do que se pensava nos modelos simples (com uma regra de Taylor simples) e as relações entre a inflação e o produto são mais complicadas do que se poderia imaginar, principalmente quando os níveis da inflação estão baixos. Não obstante, outro fato comprovado pela crise atual que serviu de lição para o *mainstream* é que a inflação baixa limita o papel da política monetária quando da ocorrência de crises de deflação. Essa preocupação, já levantada por Bernanke (2002, 2003), e por uma série de

²³ Os destaques em itálico entre aspas no texto são para fazer alusão a dois dos tópicos que organizam a discussão em Blanchard *et alii* (2010, p. 3-7 e p. 7-10, respectivamente): “*What We Thought We Knew*” e “*What We Have Learned from the Crisis*”.

²⁴ Mesma posição partilhada por Svensson (2010).

²⁵ Ver por exemplo os trabalhos de Phillip Arestis, Malcolm Saywer e Marise Fahri, entre outros.

²⁶ Outro assunto que também já fazia parte das discussões por parte do ramo heterodoxo da teoria econômica.

²⁷ Como, por exemplo, níveis muito elevados de investimento imobiliário, de consumo ou grandes déficits em conta corrente (Blanchard *et alii*, 2010, p. 8).

artigos da *Oxford Review of Economic Policy*²⁸, além de Williams (2009) entre outros, se coloca em Blanchard *et alii* (2010) pelos custos em que a economia dos EUA incorreu na impossibilidade do Fed reduzir ainda mais as taxas de juros frente ao aperto de liquidez provocado pela crise. Para os autores, estivessem a inflação e a taxa de juros em patamares mais elevados quando do início da crise, cortes mais acentuados na taxa de juros permitiriam evitar quedas maiores no produto e a grande deterioração das posições fiscais. Tivessem os Bancos Centrais conseguido reduzir ainda mais as taxas de juros, não seria preciso incorrer em grandes déficits públicos para conter a queda na atividade.

As demais lições que Blanchard *et alii* (2010) reconhecem ter aprendido com a crise se referem à intermediação e à regulação financeiras. Ambas, que anteriormente eram consideradas como assuntos à parte da estrutura de política macroeconômica, passaram a ter uma importância maior – pelo menos na teoria e na retórica das principais “entidades” de decisões macroeconômicas (como Bancos Centrais, FMI, BIS, Comitês de avaliações de políticas, G-7, G-20 etc.) – após o estouro da crise e o contágio em escala global do setor financeiro no setor real da economia.

Do lado da intermediação financeira, os autores reconhecem que as movimentações no mercado influenciam praticamente todos os aspectos da economia, uma vez que os efeitos das mudanças nas percepções dos investidores podem ter grande impacto sobre o nível geral de preços quando há uma saída em massa de algum mercado em especial. Blanchard *et alii* (2010) também reconhecem que a percepção de risco em determinado mercado ou a demonstração de insolvência de um setor em especial pode induzir à restrição de liquidez por parte das instituições financeiras.

No que cabe à regulação (e supervisão) financeira, até a crise, o foco dos teóricos do *mainstream* era em medidas que garantissem a robustez da situação financeira das instituições individuais e a correção das imperfeições dos mercados – oriundas, por exemplo, de informação assimétrica ou restrições quanto às garantias – e pouca atenção era dada às suas implicações macroeconômicas. Com a crise, entretanto, o Novo Consenso passou a reconhecer que a regulação financeira não é macroeconomicamente neutra, uma vez que a falta de atenção suficiente às suas medidas acabou por ser uma das fontes do desenvolvimento dos diversos instrumentos financeiros que deram início à crise, fazendo com que seu caráter financeiro se

²⁸ Volume XXI, edição número 4, 2005. Para mais detalhes, ver Capítulo 2, seção 2.4.

transformasse rapidamente numa crise econômica mundial. Além disso, a crise ainda “*surely puts into question the “benign neglect” view that it is better to pick up the pieces after a bust than to try to prevent the buildup of sometimes difficult-to-detect bubbles*” (Blanchard *et alii*, 2010, p. 8).

No mesmo sentido, Claessens *et alii* (2010, p. 17) apresentam uma visão ampla em termos macroeconômicos a respeito do que a crise representa para o repensar das estruturas atuais que determinam o pensamento macroeconômico dominante:

The crisis has shown that macroeconomists and central bankers knew less than what they thought they did. Looking forward, macroeconomic policy framework should be redesigned to implement the lessons from the crisis. These lessons involve the objective of monetary policy, the nexus of monetary and regulatory policy, and fiscal policy.

Dessa forma, a discussão que segue neste trabalho levanta as principais características que dizem respeito ao redesenho da estrutura da política macroeconômica, cuja evidência foi possibilitada pelos chamados derivados da crise, para nos determos principalmente ao que se refere à política fiscal, nossa principal preocupação.

3.2 – O Chamado da Crise: Política Monetária Não-Convencional

Argumentamos no Capítulo 2 que mesmo quando a taxa de juros atinge a “*zero bound*”, a despeito do reconhecimento pelo *mainstream* da necessidade de uso da política fiscal, existe uma literatura que levanta as possibilidades da utilização da política monetária nessas ocasiões, uma vez que se consiga implementar medidas além da redução da taxa de juros²⁹. Na crise financeira de 2008, os bancos centrais não só adotaram a política convencional de redução dos juros, como recorreram a uma série de outras medidas em socorro às instituições financeiras em situações críticas e na tentativa de aliviar o aperto de liquidez causado pela restrição do crédito.

Assim, o objetivo dessa seção é mostrar que, apesar da convicção na “regra de Taylor” para a condução da política monetária no Novo Consenso, os formuladores de políticas, apoiados muitas vezes pelos teóricos, recorrem a medidas não convencionais em situações

²⁹ A literatura a respeito da política monetária ótima nesse caso é ampla. Ver, por exemplo, Summers (1991), Fuhrer e Madigan (1997), Krugman (1998), Clouse *et alii* (2000), Reifschneider e Williams (2000), Svensson (2000, 2001, 2003), Bernanke (2002, 2003), Eggertsson e Woodford (2003, 2004), Christiano (2004), Jung *et alii* (2005), Wolman (2005), Adam e Billi (2006) e Eggertsson (2006).

extremas. O intuito é mostrar que a busca por meios alternativos de política monetária ressaltava a incapacidade da política baseada no movimento dos juros em lidar com a instabilidade econômica e, principalmente, com o ajuste necessário após um choque. A recorrência a medidas não-convencionais de política monetária, além de ressaltar a falha do modelo do Novo Consenso, serve também como evidência para uma possível reconsideração dos objetivos de política macroeconômica para o *mainstream*. Como o debate de políticas macroeconômicas durante a crise passa pela discussão das políticas monetárias adotadas, essa seção se propõe a situar sua condução durante o período, sem maiores preocupações analíticas a respeito das medidas, uma vez que nosso principal objetivo são as considerações sobre a política fiscal. Para exemplificar as ações da política monetária não-convencional, usaremos principalmente as medidas adotadas nos EUA³⁰.

Já no início da crise nos EUA, em setembro de 2007, acreditava-se que as complicações no mercado financeiro poderiam enfraquecer a demanda agregada e na tentativa de evitar as consequências sobre a economia real, o Fed começou, de maneira imediata, a tática de baixar a taxa de juros de referência³¹. Svensson (2010) argumenta que a atitude dos EUA se justificava pelo temor à possibilidade de que a economia sofresse uma recessão como a japonesa e, nesse sentido, a melhor resposta (imediata), seria uma política monetária expansionista³². Para o autor, a alternativa seria a de coibir a especulação num momento prévio, através de uma política monetária rígida, que restringisse o financiamento imobiliário³³. Entretanto, como empiricamente se verifica uma relação muito fraca entre a taxa de juros e os preços dos imóveis, o ajuste na taxa deveria ser muito vigoroso para frear a especulação, o que também poderia levar à recessão temida. Assim, como não houve o aumento prévio na taxa de juros de referência, Svensson (2010) acredita que o uso da política monetária expansiva foi uma decisão acertada pelo Fed.

Outros fatores, entretanto, mostrariam que essa atitude seria insuficiente para lidar com os desdobramentos da crise. Eichengreen (2010) ressaltava que mesmo os países que

³⁰ São vários os motivos da escolha dos EUA como exemplo: é o país de origem da crise, apresentou grande diversidade de medidas para lidar com suas consequências e é o que possui maior disponibilidade de dados e estudos a respeito.

³¹ De acordo com a interpretação de Buitier (2007) a crise de fato irrompeu em 9 de agosto de 2007, quando o Fed reduziu a *Fed Funds Rate* de 6,25% para 5,75%, imprimindo a primeira ação de expansão de liquidez.

³² Já Prasad e Sorkin (2009) argumentam que a atitude do Fed em baixar as taxas de juros mostra a prontidão da instituição em oferecer liquidez à economia.

³³ Mas, mesmo que conseguisse ser rígida, a política das reduções dos juros não teria efeitos sobre os desequilíbrios globais, os problemas regulatórios, as distorções no sistema financeiro que incentivavam investimentos arriscados e os problemas de informação, também responsáveis pela crise (Svensson, 2010).

conseguiram reduzir as taxas de juros (de curto prazo) significativamente não obtiveram taxas de longo prazo mais baixas, de maneira que o efeito no produto não seria significativo³⁴. Agravando a situação, a quebra dos mercados financeiros em muitos países deixou os mecanismos de transmissão da política monetária menos eficientes³⁵ (Prasad e Sorkin, 2009). A conjunção desses fatores, somada às restrições de liquidez – pela incapacidade de tomar emprestado ou pela indisposição das instituições em emprestar – mostrava que a influência da política monetária sobre a demanda via juros estava completamente comprometida³⁶.

Dessa forma, mesmo com a política monetária reagindo de prontidão, os mecanismos convencionais não foram suficientes para suprir a falta de liquidez e os Bancos Centrais passaram a imprimir medidas não-convencionais. Como Kohn (2010) nos mostra para o caso dos EUA, o Fed passou a operar em frentes múltiplas.

A primeira ação foi facilitar o acesso à liquidez das instituições depositárias no Banco. Para suprir as necessidades de “*funding*” a termo dos bancos, por exemplo, o banco central estadunidense criou a TAF (“*Term Auction Facility*”), em dezembro de 2007, operação sob a qual passou a fazer leilões de grandes “pacotes de fundos” para aquelas instituições. O instrumento foi visto como uma inovação, uma vez que combinava aspectos de operações de mercado aberto com a janela de desconto do Fed, e tinha o intuito de oferecer recursos adicionais para que os bancos facilitassem a tomada de crédito pelas firmas que ainda tinham receio de se endividar^{37, 38}. Entretanto, com o agravamento da crise, essa medida também foi insuficiente de maneira que a expansão da liquidez do Banco passou a levar em conta algumas instituições não-bancárias e alguns mercados financeiros, a fim de evitar que o choque financeiro passasse para a economia real e para garantir crédito às famílias e às firmas. Na intenção de garantir liquidez às

³⁴ O autor mostra ainda que os bancos centrais dos países que mais se sentiram prejudicados com a crise foram os que mais se tornaram dispostos a reduzir a taxa de juros. Em destaque o Fed, pela magnitude dos cortes, por suas inclinações doutrinárias ou pela magnitude dos problemas financeiros dos EUA (Eichengreen, 2010, p. 10-11)

³⁵ Essa é uma das principais características da crise atual com relação às anteriores, que sucederam a um aumento nas taxas de juros por parte do Fed e cuja recuperação acontecera pela redução das mesmas de acordo com Prasad e Sorkin (2009) e Eichengreen (2010).

³⁶ Kohn (2008), discursando no auge da crise financeira, afirma que a resposta imediata do Fed era a de facilitar a política monetária e expandir a liquidez do sistema para tentar manter o fluxo de crédito.

³⁷ A última operação executada do Fed por meio da TAF foi em março de 2010. Para uma explicação mais detalhada sobre esse mecanismo ver Kohn (2009) e a página sobre as políticas implementadas durante a crise e expiradas do Fed, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/expiredtools.htm> ou a página específica para a TAF: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/taf.htm>. Acessos em 29/05/2011.

³⁸ “*To promote maximum sustainable economic growth and price stability, the Federal Reserve has responded to this crisis by easing monetary policy markedly, and we have greatly expanded our liquidity facilities to keep credit flowing when private lenders have become reluctant or unable to do so. Other central banks have also cut policy rates significantly and expanded their lending. In addition, the federal government and governments around the world have taken extraordinary actions to strengthen financial systems to preserve the ability of households and businesses to borrow and spend*” (Kohn, 2008, p. 1).

instituições emissoras de papéis comerciais, por exemplo, o Fed criou a CPFF (“*Commercial Paper Funding Facility*”) em outubro de 2008, com a intenção de contribuir para a maior disponibilidade e o aprimoramento do financiamento de curto prazo³⁹,⁴⁰. Através do fornecimento amplo de liquidez, de acordo com Kohn (2010), o Fed tentou quebrar a espiral viciosa de incerteza e medo que rebatia nos valores dos ativos e na disponibilidade de crédito e, a partir daí, fluía para a economia real.

Para facilitar as condições financeiras além daquelas permitidas pela redução da taxa de juros (que já se aproximava da “*zero bound*”) e do aumento da acessibilidade ao crédito, o Fed também passou a operar diretamente nos mercados de longo prazo, comprando ativos de longa maturação⁴¹. De acordo com Kohn (2010) a medida foi eficiente em reduzir as taxas de juros de longo prazo, principalmente porque o setor privado estava preferindo os ativos de curto prazo. Após essas medidas, o Banco começou a intervir diretamente nos mercados securitizados de longo prazo, modificando os prazos de maturação dos papéis⁴².

O Banco não só reduziu as taxas de juros como se esforçou em mostrar claramente ao mercado quais eram suas reais intenções com relação à política, para que este pudesse formular suas próprias expectativas a respeito do caminho futuro dos juros (Kohn, 2010). Os especialistas do Fed consideravam que naquela situação extrema de crise o convencimento do mercado sobre as ações do Banco era extremamente importante para a redução da incerteza no sistema. Neste mesmo sentido, a instituição passou a dar mais informações ao público com relação às suas expectativas e projeções para a inflação num horizonte mais amplo, para que elas pudessem ser ancoradas de maneira mais apropriada e na tentativa de evitar mudanças não previstas nas suas ações.

³⁹ A CPFF foi extinta em fevereiro de 2010. Ver <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/cpff.htm> para maiores detalhes. Acesso em 29/05/2011.

⁴⁰ Como exemplo do caso de medidas para aumento de liquidez nos mercados financeiros podemos citar a MMIF (“*Money Market Investor Funding Facility*”). Anunciada em outubro de 2008 e expirada em outubro de 2009, a medida foi desenhada para fornecer liquidez aos investidores dos mercados monetários. Ver <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmiff.htm> (acesso em 29/05/2011).

⁴¹ Segundo Devereux (2010, p. 5), o Fed, prometendo empregar todas as ferramentas disponíveis para promover a recuperação econômica e preservar a estabilidade dos preços começou, no fim de 2008, a “*widen the range of counter-parties it would lend to, and accept a broader form of collateral, base on the assumption that the normal links between interest rates and credit expansion were failing to operate during the crisis.*”

⁴² Em meados de 2009, o Fed havia mais que dobrado o tamanho de seu balanço (Rudebusch, 2009; Devereux, 2010). De maneira similar, em março de 2009, o Banco da Inglaterra começou uma política de “*Quantitative Easing*”, envolvendo a compra de vários papéis corporativos e títulos públicos. O Banco Central Europeu também tomou uma série de medidas similares (Devereux, 2010). Para mais detalhes a respeito das medidas não convencionais de política monetária durante a crise ver também Kohn (2009) e Céspedes *et alii* (2010).

Por fim, Kohn (2010) nos mostra que o Fed agiu no sentido de estabilizar algumas grandes instituições que poderiam ameaçar o sistema financeiro e a economia como um todo, caso quebrassem⁴³. Entretanto, segundo o autor, na ausência de uma agência governamental específica para esse tipo de ação e na falta de habilidade do Fed, as medidas não foram bem ajustadas e se tornaram ineficientes. O Banco, portanto, pressionou o Congresso estadunidense “*to enact other means of safeguarding financial stability in such circumstances while imposing costs on shareholders, management, and, whenever possible, creditors*”⁴⁴ (Kohn, 2010, p. 5).

De acordo com Claessens *et alii* (2010) as medidas não convencionais adotadas na crise, como os exemplos acima, aumentaram o papel dos bancos centrais como emprestadores de última instância, uma vez que estenderam suas operações para apoiar instituições que não captam depósitos, seja através de compras de ativos e obrigações ou da aceitação de ativos como colaterais.

Mesmo com todo o esforço dos bancos centrais, a política monetária não foi suficiente para lidar nem com os aspectos iniciais da crise financeira nem, tampouco, com seus desdobramentos para a economia real⁴⁵. Para evitar problemas maiores como a depressão econômica e socorrer a economia, ao mesmo tempo da execução dessas medidas monetário-financeiras, vários chamados foram feitos em favor da política fiscal, que passou a assumir o principal fardo do ajuste macroeconômico da crise.

3.3 – O Chamado da Crise: a Política Fiscal Discricionária

A despeito de toda sorte de medidas adotadas ao redor do mundo, como aquelas tomadas pelo exemplo do Federal Reserve dos EUA, no geral, a política monetária não conseguiu expandir o crédito de maneira suficiente nem corrigir completamente esse mercado, que havia se tornado disfuncional frente à grande onda de falências, aos problemas de confiança, de risco e

⁴³ Dentre as medidas podemos destacar os US\$ 600 bilhões destinados à compra de títulos dos “fundos do mercado monetário”, em apoio a seus investidores; os US\$ 500 bilhões para a compra de títulos baseados em hipotecas; e os US\$ 100 bilhões das dívidas das instituições de fomento imobiliário, Fannie Mae e Freddy Mac (Tavares, 2009, p. 4).

⁴⁴ Cerca de US\$ 350 bilhões do TARP (*Troubled Asset Relief Program*) ficou direcionada à injeção direta de capital nos bancos através do programa de compra de capital (CPP – *Capital Purchase Program*). Mesmo não socorrendo o Lehman Brothers e inicialmente recusando ajuda à seguradora AIG, o governo estadunidense cedeu um empréstimo de US\$ 85 bilhões a essa instituição e depois uma injeção de US\$ 70 bilhões de capital (em duas etapas, uma de US\$ 40 bilhões em 2008 e outra de US\$ 30 bilhões em 2009) para evitar sua falência. Essas medidas, bem como a de ajuda ao Citibank e ao Bank of America se colocavam sob o “subprograma para entidades sistemicamente relevantes” (Tavares, 2009, p. 4-5).

⁴⁵ Entretanto, trabalhos como o de Walsh (2009) já apresentam os esforços para a reconsideração do papel da política monetária na estabilização da atividade à luz das lições trazidas pela crise de 2008.

custo de se tomar e conceder empréstimos. Mesmo que o ajuste no mercado de crédito fosse condição necessária para o crescimento de longo prazo, apenas as medidas “monetário-financeiras” eram insuficientes para reverter a espiral negativa na demanda agregada no curto prazo. Neste sentido:

By the fall of 2007 it became clear to many economists that the current downturn [was] different from previous recessions and that monetary policy would not be effective in bringing us back to full employment (Claessens et alii, 2010, p.3).

Com a insuficiência das medidas de política monetária e com a previsão de uma crise de grande magnitude sobre a economia real, houve um chamado geral para a utilização imediata de políticas fiscais da expressão que a crise demandasse. O chamado vinha desde a academia, passava pelas instituições internacionais (como o FMI e o BIS) e se apresentava fortemente nas reuniões e encontros dos líderes mundiais à época.

Spilimbergo *et alii* (2008), que escrevem no ápice da crise, argumentam que o episódio levantava chamados para dois tipos de medidas em especial: as de reestruturação do sistema financeiro e as de aumento direto da demanda agregada – ambas agindo também na restauração da confiança sistêmica. Os autores acreditam ainda que, além dos efeitos individuais de cada uma das medidas, haveria sinergia entre ambas: enquanto a reestruturação do mercado financeiro teria implicações importantes nos fluxos de crédito e, a partir daí, na demanda agregada, as medidas de fomento à demanda, como a ajuda aos devedores do mercado imobiliário, teriam implicações claras na “saúde” do mercado financeiro⁴⁶.

Desta forma, pela via fiscal, o esforço para a restauração da demanda agregada deveria ser, para alguns, “*timely, targeted, and temporary – rapidly implemented, aimed at those who needed money and would spend it quickly, and lasting only a short time, to avoid adding significantly to the federal debt*”⁴⁷ (Papadimitriou *et alii*, 2008, p. 1). Para outros, entretanto, as medidas de política fiscal também deveriam ser “*timely*”, porém, “*large*”, devido à expectativa de queda e à queda corrente na demanda privada – ambas extremamente elevadas; “*lasting*” pela

⁴⁶ Como a crise começou no mercado financeiro e se espalhou para a economia real, as políticas deveriam levar em consideração medidas que fizessem com que o sistema financeiro voltasse a seu estado de funcionamento normal e medidas que fomentassem diretamente a demanda agregada, evitando queda no produto e emprego ainda maiores.

⁴⁷ Ver Summers (2007), Bernanke (2008), Congressional Budget Office [CBO] (2008), Elmendorf e Furman (2008), Spilimbergo *et alii* (2008) e Stone e Cox (2008).

expectativa de duração da crise, que não seria resolvida em pouco tempo; “*diversified*”, ao invés de “*targeted*”, dado o elevado grau de incerteza geral na economia e devido às próprias incertezas com relação à eficiência de uma medida focada em algum setor em particular; “*contingent*”, para indicar que ações adicionais de estímulo poderiam ser tomadas se fossem precisas, no intuito de evitar quedas muito acentuadas do produto; “*collective*”, uma vez que cada medida adotada em algum país em particular deveria evitar maiores desequilíbrios globais e porque cada país que tivesse espaço fiscal⁴⁸ deveria agir; e “*sustainable*”, para não levar a uma explosão da dívida ou ainda a mais reações adversas nos mercados financeiros (Spilimbergo *et alii*, 2008, p. 1).

Apesar de algumas diferenças⁴⁹ com relação à caracterização das medidas, os chamados para a execução da política fiscal, grosso modo, foram feitos imediatamente à percepção da ineficiência das medidas monetárias, mostrando convergência na postura de autores do *mainstream*. Essa bibliografia, selecionada aqui de maneira proposital, mostra que se deixa, em coro, a argumentação contrária à política fiscal ativa em favor do incentivo de medidas de impacto imediato na demanda agregada. Mesmo que o ativismo fiscal já fosse previsto por essa literatura em ocasiões como a da crise de 2008, o aumento na quantidade e na diversidade dos trabalhos bem como nos encontros para discussão desse tipo de abordagem foi significativo no episódio recente⁵⁰.

Uma parte das justificativas para os numerosos chamados em favor da política fiscal ativa é encontrada na ausência de alguns dos principais argumentos contrários a essa política, devido às próprias características da crise. Feldstein (2009) nos mostra que pelo menos três problemas do uso da política fiscal discricionária não se apresentam no contexto da crise atual⁵¹.

O primeiro deles diz respeito às implicações que o déficit público teria sobre o aumento *persistente* da dívida, ou como Alesina e Perotti (1995) denominam, o “*viés de déficit*”

⁴⁸Para um entendimento teórico mais detalhado a respeito do conceito, ver Heller (2005).

⁴⁹Os conflitos no que diz respeito a quais medidas de política fiscal implementar são fonte de discussão ainda hoje, como veremos em maiores detalhes no que segue.

⁵⁰A esse respeito, Krugman (2005) faz uma constatação bastante interessante. Na análise da série histórica da taxa de juros dos títulos públicos dos EUA de maturação de três meses, o autor afirma que enquanto a taxa está acima de 4%, o Fed é quem coordena a economia e não há nenhum movimento em favor da política fiscal (como o foi entre o final dos anos 1960 e o início dos anos 2000). Mas, quando a taxa se mantém consistentemente ao redor de 2%, (como depois do “crash” de 1929 até meados dos anos 1960), existe pouca fé na política do Fed e aumentam-se as considerações e os chamados para as ações da política fiscal. Sua ironia: “*Was the shift from the late 1940s view, which downplayed monetary policy and emphasized fiscal policy, to a central-bank-centred view of stabilization policy a result of intellectual progress, or was it simply that we forgot what policy-making in a low-interest-rate environment was like?*” (Krugman, 2005, p. 520).

⁵¹Mesmo que não haja um consenso totalmente formado a respeito dessas considerações, o autor justifica que, dada a natureza da crise, há argumentos fortes que justificam a ausência desses problemas e que fomentam a utilização das políticas fiscais discricionárias. Estas questões ainda geram discussões no meio acadêmico e nos ambientes de formulações de políticas.

das medidas fiscais⁵². Como veremos nas próximas seções, alguns autores argumentam que, na crise atual, a melhor maneira do financiamento das medidas fiscais durante a crise é por meio do déficit público (aumento nos gastos ou redução na tributação), principalmente pela impraticabilidade de se depender de uma elevação na arrecadação numa economia devastada. Para Feldstein (2009), o financiamento via déficit não causa maiores impactos sobre a dívida porque não é compensado por aumentos dos juros, uma vez que o ambiente está caracterizado por política monetária expansiva. Aizenman e Jinjark (2010) mostram os argumentos daqueles que acreditam que a própria recuperação econômica gera as condições para o “pagamento” do financiamento necessário na crise. Já Auerbach e Gale (2009a) afirmam que os efeitos dos pacotes fiscais discricionários sobre o orçamento dos EUA contribuem menos para o déficit (e, portanto, para a sustentabilidade da dívida) do que a recessão em si, tendo em vista os impactos decorrentes dos estabilizadores automáticos.

A segunda consideração de Feldstein (2009), também presente em Spilimbergo *et alii* (2008), diz respeito à falta de importância dos “lags” da política fiscal discricionária⁵³. No mesmo sentido de Krugman (2005), os autores argumentam que o longo período inerente à realização de gastos com grandes projetos de infra-estrutura nesse tipo de situação não traria consequências negativas para a economia porque, além de necessários, caberiam muito bem numa crise cuja expectativa seja de longa duração⁵⁴.

Por fim, e não desvincilhado da preocupação com os “lags” da política, está o temor quanto ao fato dos estímulos fiscais se tornarem pró-cíclicos. Na análise de Feldstein (2009), justamente pela expectativa de duração da crise, as medidas discricionárias poderiam não ser pró-cíclicas, independentemente de seu tamanho ou objetivo. Entretanto, se o fossem, também trariam benefícios para a economia, uma vez que, para o autor, o início da recuperação seria lento devido à necessidade dos agentes recomporem sua riqueza por meio da poupança. Como esse período poderia representar uma diminuição do consumo, a política fiscal deveria ainda ser útil para a reconstituição da demanda agregada no futuro próximo. Mesmo que algumas das medidas não tenham sido efetivas em 2009, quando o autor escreve sua análise, sua crença é que elas não

⁵² Ver nossas considerações na seção 2.1.2 deste trabalho.

⁵³ Para Blanchard *et alii* (2010) o argumento em favor política fiscal voltou à tona porque, além da insuficiência das medidas de política monetária, de acordo com seus estágios iniciais, a recessão inerente à crise se mostrava como de longa duração, de maneira que estava relativamente claro que o estímulo fiscal poderia ter tempo suficiente para impactos benéficos sobre a economia, mesmo com os “lags” de implementação.

⁵⁴ Esta argumentação ainda encontra suporte nas evidências levantadas pelo FMI (2008a, p. 160): “*The policy record shows that discretionary fiscal policy has been more timely than some critiques suggest.*”

iriam superaquecer a economia pelo menos nos dois próximos anos⁵⁵ (Feldstein, 2009, p. 6). Freedman *et alii* (2009), no mesmo sentido que alguns heterodoxos (“radicais”) como Wray (2009), por exemplo, reivindicam o uso da política fiscal tanto para segurar a demanda agregada quanto para estabelecer o crescimento econômico depois de superada a fase mais aguda da crise.

A outra parte das justificativas do aumento significativo nos chamados para o uso da política fiscal discricionária se deve, na nossa visão, a uma mudança tênue na postura do *mainstream* e na sua maneira de enxergar esse tipo de política. Para fundamentar nosso argumento, entretanto, ainda precisamos caracterizar a discussão sobre as medidas que compõem os chamados para a política fiscal, assunto que será o foco das próximas seções. Antes de nos enveredarmos nesse caminho, contudo, é necessário apenas fazer uma última consideração a respeito dos chamados para a política fiscal.

Mesmo que a grande maioria da literatura se refira ao caso da economia estadunidense, os apelos para a execução de políticas fiscais se dão em escala global, evitando, principalmente, políticas do tipo “*beggar thy neighbour*” como levantado por Aizenman e Jinjarak (2010) e Eichengreen (2010). Segundo Freedman *et alii* (2009, p. 2), “[t]he *International Monetary Fund has called for fiscal stimulus in as many countries as possible, including emerging market and advanced economies.*” A justificativa se baseia no modelo que os autores usam para mostrar que um estímulo fiscal em escala global, combinado com uma política monetária que o acomode, pode ter efeitos multiplicadores significativos na economia mundial⁵⁶.

A necessidade e a preocupação com relação a um estímulo global podem ser exemplificadas pelos encontros dos líderes do G-20 para a discussão a respeito da cooperação internacional para a solução da crise financeira. Já no primeiro encontro, em 2008 (“*2008 G-20 Washington Summit*”), e seguindo orientações do FMI, se formou um forte consenso em favor da necessidade de se usar o estímulo fiscal de pelo menos 2% do PIB entre os países presentes (Devereux, 2010). No mesmo sentido, o encontro realizado em abril de 2009 (“*2009 G-20 London Summit*”) considerava que o desafio imediato da política era garantir que um estímulo fiscal coordenado de maneira global fosse executado, para compensar tanto o colapso na demanda agregada privada engatilhada pelo pânico generalizado quanto para que os

⁵⁵ No período atual, principalmente no caso dos países emergentes, a preocupação com o superaquecimento da demanda já se faz presente. Um caso típico é o brasileiro, onde as expectativas de inflação acima da meta estabelecida para o ano de 2011 têm levado o Banco Central a uma série de elevações na taxa básica de juros.

⁵⁶ Entretanto, Freedman *et alii* (2009) ressaltam que nem todos os países estavam (ou ainda estão) em condições de executar tais planos, uma vez que muitos têm dificuldades de financiamento ou são restringidos pelo tamanho da dívida pública.

desdobramentos internacionais da política não comprometessem os esforços nacionais⁵⁷. No mesmo sentido foi o terceiro encontro do grupo, realizado em setembro do mesmo ano (“2009 G-20 Pittsburgh Summit”) (Dervis, 2010).

Apesar do consenso para a cooperação em escala global e para a utilização das medidas fiscais, não há (ainda) nenhuma confluência nas discussões, sejam elas acadêmicas ou políticas, sobre quais medidas específicas deveriam compor os pacotes de estímulos fiscais, de maneira que o debate se entende até o presente momento, como na conferência sobre políticas macroeconômicas e de crescimento, realizado pelo FMI em março de 2011⁵⁸. As divergências vão desde a eficiência de medidas discricionárias particulares, se estendem para a controversa literatura a respeito dos multiplicadores fiscais e culminam nas propostas para configuração de uma nova sorte de estabilizadores automáticos – onde podemos afirmar que algum consenso está se formando. Começaremos a abordar essas discussões a partir da próxima seção.

3.4 – As Propostas de Política Fiscal: Conflitos

A ausência de uma discussão a fundo na literatura *mainstream* sobre política fiscal durante o consenso em torno da política monetária e a própria característica da economia enquanto disciplina⁵⁹ acaba levando ao tipo de divergência a ser mostrado. Como Romer e Bernstein (2009) reconhecem, as propostas de políticas são feitas com base em previsões, apoiadas pela teoria predominante e pela experiência histórica. Mesmo que as análises correntes sejam imprecisas, ou que as medidas por elas sugeridas possam ser consideradas ineficientes em análises futuras, as proposições de políticas devem se basear nas melhores previsões possíveis com relação ao ambiente que se encontra pela frente e aos objetivos a serem alcançados⁶⁰.

Quando a economia atinge o limite inferior para o movimento na taxa de juros, há uma grande diferença com relação aos efeitos previstos de uma expansão fiscal dependendo da forma pela qual é financiada – se por meio de dívida ou aumento na arrecadação. Devereux

⁵⁷ Strauss-Kahn (2011) acredita que a principal lição da crise é de que a cooperação internacional deve algo inegociável quando se trata da estabilização econômica mundial. Para o autor, sem a disposição e a cooperação mostrada pelos líderes do G-20, a crise teria sido muito pior.

⁵⁸ “*Conference on Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis*”, realizada no FMI (Washington, DC), nos dias 7-8 de março de 2011.

⁵⁹ Como ocorre com a maior parte das políticas, é impossível executar experimentos para provar qual a melhor estratégia para a política fiscal. Dessa forma, a defesa dos principais instrumentos passa por um estudo teórico-histórico das possibilidades a se executar.

⁶⁰ A esse respeito ver também as análises de Eggertsson (2009a) e Devereux (2010), entre outros.

(2010) argumenta que, em termos estritamente teóricos, o financiamento via tributação no caso de uma “armadilha de liquidez” influencia o produto apenas na magnitude do multiplicador do orçamento equilibrado, mostrando que o incremento naquele é equivalente ao aumento na tributação. Entretanto, o financiamento de uma expansão fiscal por essa via é algo insensato e/ou impraticável quando a economia se encontra em crise, como também ressalta Eggertsson (2009a). Como sabemos, a arrecadação adicional para o estímulo fiscal deve vir por meio do incremento das alíquotas de tributos existentes e/ou criação de novos tributos, que incidirão sobre trabalho, capital ou bens em geral. Numa economia que sofre com insuficiência de demanda agregada, o aumento da tributação equivale a um peso adicional a ser carregado pelos agentes (famílias e firmas). Esse fardo representa uma redução na renda disponível, que pode ocasionar uma queda ainda mais acentuada no consumo e investimento agregados e, assim, ter efeitos negativos sobre a demanda, tornando o esforço de expansão fiscal improdutivo⁶¹.

Neste sentido, portanto, é razoável usar o financiamento da expansão fiscal por meio da dívida pública, pois além do efeito direto do gasto público sobre a demanda, este tipo de financiamento pode ainda gerar um impacto adicional no produto, através do efeito riqueza, percebido por aqueles que detêm as obrigações do setor público⁶² (Devereux, 2010). Para entendermos a argumentação, devemos ter em mente a constatação de que, em crises como a de 2008, ocorre um aumento generalizado no desejo de poupar por parte dos agentes privados (dada a grande incerteza com relação às condições futuras da economia) e o fato de que, como sabemos, um estímulo fiscal financiado por dívida é refletido em dois movimentos: o aumento no déficit público e a conseqüente elevação da própria dívida⁶³. Devereux (2010, p. 4) argumenta que, quando se considera a equivalência ricardiana, comumente usada nos modelos DSGE novo-keynesianos, um grande aumento no desejo de poupar dos agentes não pode ser satisfeito no equilíbrio. O ajuste ocorre, portanto, ou por meio da queda nas taxas de juros, nos modelos em que os preços são flexíveis; ou por meio de uma redução substantiva no produto ou no consumo

⁶¹ Improdutivo no sentido do “*crowding out*” dos gastos privados provocado pelos gastos públicos.

⁶² Ainda de acordo com Devereux (2010), os modelos do *mainstream* (notadamente o DSGE novo-keynesiano) pouco exploram o papel do déficit e da dívida pública como parte do estímulo fiscal. Na modelagem usual, a distinção entre o financiamento via dívida pública ou aumento na arrecadação é irrelevante, uma vez que se faz uso da hipótese da equivalência ricardiana e do horizonte infinito de decisão (tanto para consumo quanto para investimento). Entretanto, como o autor argumenta, para se oferecer uma análise séria a respeito do papel do estímulo fiscal, é preciso deixar esses pressupostos-padrão e aplicar suposições mais realistas, principalmente nos contextos de armadilha de liquidez.

⁶³ Na realidade, como vimos nas equações da seção 2.2.1.2 desse trabalho, o déficit público é um dos componentes que influenciam o aumento da dívida pública. O aumento nessa variável (fluxo), *ceteris paribus*, gera um incremento na dívida (estoque).

corrente, naqueles modelos em que os preços são rígidos. Entretanto, numa economia em que os agentes baseiam suas decisões em um horizonte finito e em que se exclui a equivalência ricardiana, como a representada no modelo do autor, a emissão de dívida pública “*in effect provides a vehicle for saving on the part of the private sector*” (*ibid.*). Para Devereux (2010), essa situação satisfaz tanto o desejo de poupar adicional dos agentes quanto coloca um limite nas quedas da demanda e do consumo agregados. Além disso, um aumento no estoque de títulos públicos nas mãos do setor privado representar um aumento na sua riqueza. Esse efeito riqueza da emissão de dívida, que equivalente aos efeitos dos “balanços reais” de uma expansão monetária, pode ainda estimular o consumo privado e, por conseguinte, a demanda agregada.

Em condições normais de condução da política monetária (isto é, nas quais vale a regra de Taylor), o aumento na demanda agregada significa aumento nas taxas de juros para conter os efeitos tanto no hiato de produto quanto na inflação. Entretanto, quando as taxas de juros se encontram no limite inferior (na “*zero bound*” ou “armadilha de liquidez”), e quando o objetivo da política é estimular a demanda agregada, o efeito compensador dos juros não se aplica e o impacto das políticas fiscais financiadas por dívida é significativamente maior que aquelas financiadas por aumento da tributação (Cogan *et alii*, 2009; Christiano *et alii*, 2009; Devereux, 2010; Eggertsson, 2009a). De fato, na crise atual, o financiamento dos estímulos fiscais ao redor do mundo teve como base o endividamento público o que, junto ao fato do setor público ter assumido uma sorte de dívidas privadas, teve como consequência o aumento significativo da dívida pública nos países que implementaram grandes pacotes fiscais⁶⁴.

A despeito do que Devereux (2010) chama de “acordo entre os praticantes de política”, de que a política fiscal deve ser financiada através de dívida ao invés de tributação, em especial no contexto de crise, ainda não há um consenso claramente definido a respeito de que medidas devem compor o estímulo fiscal. A esse respeito, a crise econômica iniciou um dos debates mais acalorados sobre as medidas para a política fiscal, principalmente nos EUA, do último meio século (Eggertsson, 2009a). Alguns argumentam em favor dos cortes nos tributos, seja naqueles incidentes sobre os rendimentos do trabalho (ex. Hall e Woodward, 2008; Bils e Klenow, 2008; Mankiw, 2008) ou sobre o capital (Feldstein, 2009; Barro, 2009). Outros dão ênfase ao aumento dos gastos públicos (Spilimbergo *et alii*, 2008; Eggertsson, 2009a; Feldstein,

⁶⁴ Ver, por exemplo, os diversos trabalhos do FMI (2009c, 2010b, 2010c, 2010d) e Eichengreen (2010), entre outros.

2009; Freedman *et alii*, 2009; Krugman, 2009; Devereux, 2010)⁶⁵. O debate é captado por Freedman *et alii* (2009, p. 2), quando do seu apelo por um estímulo fiscal que fosse executado em nível mundial:

...questions are being asked about how effective government fiscal policy actions would be in lessening the depth and duration of the slowdown in the major industrialized economies and the emerging economies, and what the preferred mix of fiscal policy actions would be.

Dentre as questões que são levantadas, é possível apresentar os argumentos gerais em favor de cada estímulo constituinte do mix de política a que Freedman *et alii* (2009) se referem. Sem a intenção de esgotar o debate em favor de cada medida em especial e no intuito de não tornar a discussão demasiada cansativa, podemos expor de maneira breve os argumentos que consideramos mais representativos dessa discussão. Como veremos, dada a natureza da crise, há uma preferência pelas medidas de gasto às de redução nos tributos.

Do modelo estudado por Freedman *et alii* (2009) vêm as primeiras constatações a respeito de quais medidas podem ser as mais eficientes no estímulo fiscal. De acordo com suas estimativas para a economia mundial, tanto os investimentos públicos quanto o aumento nas transferências às famílias mais necessitadas (“*hand-to-mouth households*”) têm efeitos maiores sobre o produto do que ações fiscais que envolvam aumento nas transferências para todas as famílias e/ou que representem redução da tributação sobre os rendimentos do trabalho. Apesar das hipóteses particulares utilizadas na modelagem dos autores, a principal explicação para o caso do aumento nos gastos de investimento é que, além de representarem gasto público direto (componente de demanda agregada), desencadeiam um efeito multiplicador para o restante dos setores da economia e, no seu processo de execução, elevam o produto potencial, estimulando um novo patamar de demanda no futuro⁶⁶.

⁶⁵ Há ainda um terceiro grupo, como Eggertsson (2009a) nos mostra, que argumenta que a melhor resposta à crise seria a redução do peso do governo sobre a economia, ou seja, militam pela redução tanto dos tributos quanto dos gastos públicos. Nesse grupo estão cerca de 200 economistas, encabeçados por três prêmios Nobel (Vernon Smith, Edward Prescott e James Buchanan), que se posicionaram publicamente no início de 2009 contra o que chamaram de “massacre” ao emprego do pacote fiscal implementado no início do governo de Barack Obama. Suas considerações se dão por um caminho que não faz parte de nosso escopo, por isso não receberão atenção especial.

⁶⁶ Mesmo reconhecendo que a velocidade e a facilidade de se executar esses projetos podem ser fatores limitantes da política, principalmente quando não há um programa estabelecido previamente, os autores partilham da posição de Feldstein (2009) e de Blanchard *et alii* (2010) de que os “lags” de implementação não são importantes nessa crise, por causa da expectativa de sua duração.

No caso das transferências, argumenta-se que as famílias mais necessitadas possuem uma propensão marginal a consumir maior do que a média de todas as famílias, de maneira que o foco nesse grupo em especial pode justificar efeitos maiores sobre a demanda agregada do que aqueles que seriam obtidos por um aumento geral nas transferências públicas⁶⁷.

Já no caso da redução dos impostos sobre o trabalho, a pouca influência do estímulo sobre a demanda agregada é justificada com base na tese de que este tipo de medida pode implicar numa resposta da oferta agregada que suprima os efeitos de uma demanda agregada maior sobre a inflação e, portanto, sobre as taxas de juros reais (Freedman *et alii*, 2010). A explicação para esse efeito da redução dos impostos sobre o produto quando a economia se encontra com a taxa de juros próxima de zero e com crise de deflação é apresentada por Eggertsson (2009a). De acordo com o autor, com taxa de juros positiva, um corte nos tributos sobre o trabalho é expansionista: há um aumento na oferta de mão de obra devido à percepção de renda disponível maior e, pela ótica das firmas, o custo marginal de produção se reduz, porque os salários reais ficam mais baixos. O resultado previsto é um aumento na oferta de bens a preços menores. Com uma pressão deflacionária, o banco central reduz a taxa de juros para refreá-la, estimulando a demanda agregada e o aumento no produto. Mas, na “*zero bound*”, a situação muda pois, para o autor, neste caso, o banco central não consegue reduzir as taxas de juros nominais da economia⁶⁸. A chave para o entendimento do seu argumento se encontra na mudança de inclinação da curva de demanda agregada. Nas palavras de Eggertsson (2009a, p. 15, ênfase no original):

At positive interest rates the AD [aggregate demand] curve is downward-sloping in inflation. The reason is that as inflation decreases, the central bank will cut the nominal interest rate more than 1 to 1 with inflation (...which is the Taylor principle...)...This, however, is no longer the case at zero interest rates, because interest rates can no longer be cut. This means that the central bank will no longer be able to offset deflationary pressures with aggressive interest rate cuts, shifting the AD curve from downward-sloping to upward-sloping (...) The reason is that lower inflation will now mean a higher real rate, because the reduction in inflation can no longer be offset by interest rate cuts.

⁶⁷ No agregado, a poupança das famílias com menor propensão a consumir pode compensar a maior propensão a consumir das famílias mais necessitadas, inibindo maiores incrementos na demanda. Freedman *et alii* (2009) reconhecem que, embora as medidas de estímulo ao gasto dos mais necessitados sejam mais fáceis, de mais rápida implementação e funcionem de acordo com o previsto pela teoria, muitos países podem ainda não possuir as instituições e os mecanismos apropriados para implementá-las.

⁶⁸ “*The Federal Reserve can’t accommodate this by cutting the federal funds rate, since it is already close to zero.*” (Eggertsson, 2009a, p. 2, ênfase nossa).

Taxas de juros reais maiores contraem a demanda agregada, tornando negativo o efeito desse tipo de redução nos tributos sobre o produto nas situações de “zero bound”⁶⁹.

O mesmo tipo de argumentação vale para os estímulos fiscais que se baseiam no corte da tributação sobre o capital, pois, segundo Eggertsson (2009a, p. 3):

Cutting capital taxes gives people the incentive to save instead of spend, when precisely the opposite is needed. A cut in capital taxes will reduce output because it reduces consumption spending.

Na realidade, a lógica por trás da argumentação do autor é que o corte dos tributos sobre os salários e sobre o capital são medidas de incentivo à oferta e não à demanda agregada. Na crise de 2008, o problema enfrentado pela economia no seu lado “real” é de insuficiência de gasto e não de capacidade produtiva⁷⁰. Dessa forma, o argumento é de que as medidas de redução de tributação só são eficientes quando estimulam o gasto agregado como, por exemplo, a redução temporária nos impostos sobre vendas, os cortes de tributos ao longo da cadeia produtiva que incentive a redução do valor dos bens finais⁷¹ e/ou a implementação de subsídios ao investimento⁷².

Spilimbergo *et alii* (2008), reiterando a argumentação de Freedman *et alii* (2009) e Eggertsson (2009a), defendem que o estímulo ao consumo das famílias deve ser focado naquelas que são mais afetadas pela restrição de crédito, seja por meio da redução dos impostos sobre as vendas ou pelas transferências diretas a esse grupo⁷³. Para os autores, as medidas também precisam ser de grande vulto e focadas em setores em particular, ao invés de abranger todos os

⁶⁹ Para maiores detalhes sobre o mecanismo explicado pelo autor, ver Eggertsson (2009a, p.13-17).

⁷⁰ Como ressaltamos na seção 2.4 deste trabalho, a alteração tributária que incentiva a oferta agregada não encontra muita resistência no pensamento *mainstream*. Entretanto, dada a natureza da crise atual, como argumentamos, os estímulos tributários têm o potencial de serem mais efetivos se direcionados à demanda agregada.

⁷¹ No caso brasileiro, esse tipo de medida pode ser percebido pela redução do IPI no caso do consumo dos bens da chamada “linha branca”.

⁷² Este tipo de estímulo também fomenta a oferta agregada, uma vez que os investimentos ampliam a capacidade produtiva da economia. Entretanto, esse efeito pode ser considerado “colateral” do impacto imediato que ocorre sobre o gasto.

⁷³ Para os autores, as medidas englobam um aumento na provisão de seguro desemprego, aumento da isenção fiscal sobre renda e expansão da seguridade social nos países em que os benefícios são restritos. Quando relevante, “*support for homeowners facing foreclosures, including a write-down of mortgages using public resources is particularly appealing from a macroeconomic viewpoint as it helps not only support aggregate demand, but also improve conditions in the financial sector*” (Spilimbergo *et alii* 2008, pág. 6). Como pode ser visto pela literatura que trata especificamente dos pacotes econômicos, a maior parte destas medidas, senão todas, foi de fato executada nessa crise.

setores da economia. A justificativa é que as medidas devem chamar a atenção para o consumo de setores com alta elasticidade-renda e, assim, ter um efeito maior sobre a demanda agregada⁷⁴.

No caso das firmas, por outro lado, o principal desafio das políticas é evitar que as atividades sejam interrompidas tanto pela falta de demanda quanto – e principalmente – pela falta de financiamento. Com a ausência de financiamento privado devido à precariedade do sistema financeiro durante a crise, argumenta-se que cabe ao setor público preencher a lacuna e suportar essa responsabilidade até que a estabilidade do setor se restabeleça. Mesmo que medidas neste sentido sejam, na sua grande maioria, inerentemente monetárias, ainda há, na visão de Spilimbergo *et alii* (2008), espaço para a política fiscal. O exemplo utilizado pelos autores é o da provisão de garantias públicas sobre novos créditos durante o período em que ainda não houver funcionalidade do crédito privado. Ressaltam, ao contrário da redução de tributos em setores específicos, que essa deve ser uma medida de abrangência geral⁷⁵. Essa medida também tem a vantagem de ir de encontro à reestruturação necessária das firmas e à orientação geral do FMI aos governos na maneira de lidar com o setor privado: ajuda e ajuste⁷⁶.

Ao contrário de Spilimbergo *et alii* (2008), Eggertsson (2009a) e Freedman *et alii* (2009), Devereux (2010) usa um modelo sem distinção no tipo de redução de tributação para afirmar que essa medida é sempre expansiva quando a taxa de juros se encontra no “*zero bound*” e não há resposta dos juros por meio da regra de Taylor. Segundo o autor, qualquer redução nos tributos aumenta a riqueza dos indivíduos, o que leva a uma queda na poupança privada e aumenta a demanda agregada e o produto. O corte nos tributos, que proporciona aumento na inflação (no mesmo sentido que os outros autores argumentam), tem efeitos significativamente maiores para a economia nessa situação do que quando as taxas de juros estão positivas⁷⁷.

⁷⁴ Spilimbergo *et alii* (2008) dão como exemplo as transferências públicas para a compra de carros novos na França. No Brasil, a argumentação também se encaixa bem no caso do setor automobilístico, além do caso dos produtos da “linha branca”, já mencionado. Para uma visão a respeito das medidas nesse sentido tomadas no caso brasileiro, ver Barbosa (2010).

⁷⁵ De acordo com os autores, o estímulo não pode ser muito específico e escolher um setor em particular, arbitrariamente, pois mesmo que o setor escolhido seja de grande visibilidade e com influência significativa na demanda agregada e nas expectativas, as escolhas podem gerar impasses políticos. Se baseados em subsídios diretos, podem também ser interpretados como incentivos desleais no âmbito internacional e gerar retaliações por parte dos outros países.

⁷⁶ Neste tipo de proposta cabe o papel desempenhado pelo BNDES no caso brasileiro, como ressaltado por Kregel (2009, p. 6): “*This institution is not only formally independent of the private capital market, but it largely supplants this market*”.

⁷⁷ Na argumentação do autor, a redução dos tributos em tempos normais pode reduzir o produto. A explicação é que a queda nos tributos induz um aumento nas taxas de juros nominais devido aos seus efeitos inflacionários na economia e porque a política monetária segue o previsto pela regra de Taylor. A persistência de uma redução nos tributos sinaliza a elevação na dívida pública e um aumento na inflação esperada, elevando, de fato, a inflação corrente. Como consequência, a taxa de juros nominais corrente também se eleva de maneira que, se o incremento for grande o suficiente, há uma redução no produto (Devereux, 2010, p. 19-21).

Na realidade, o caso geral em favor dos estímulos fiscais pela redução dos tributos se baseia no argumento de que se podem executar medidas que evitem que o aumento da renda disponível propiciado pela redução de impostos se reverta em aumento da poupança e não do gasto privado. Na crise de 2008, a queda da demanda agregada se associa a grandes perdas de riqueza financeira e a um aumento na poupança precaucional no sistema, numa atitude que os agentes privados tomam de postergar o gasto até que a incerteza sobre as condições futuras da economia diminua. As reduções nos tributos (bem como aumento geral nas transferências diretas) agem sobre o poder de compra dos agentes, que é influenciado pelas suas expectativas sobre o comportamento futuro da economia⁷⁸. Como as condições são incertas, reduções na tributação e aumento nas transferências podem não se traduzir em aumento de demanda, se boa parte for poupada. Assim, argumenta-se que as medidas devem vir acompanhadas de clareza e compromisso por parte da autoridade governamental com a tomada de todo tipo de decisão que seja necessária para evitar o risco de uma depressão, diminuir a incerteza, levar os agentes a reduzir a poupança precaucional e incentivar, por conseqüência, o gasto (Spilimbergo *et alii*, 2008; Eggertsson, 2009a; Feldstein, 2009; Devereux, 2010).

Uma maneira (talvez a principal) de se lidar diretamente com o problema da demanda agregada insuficiente e, ao mesmo tempo, evitar as incertezas sobre o estímulo ao gasto privado numa economia que passa por períodos de incerteza sistêmica é o uso do gasto público. Na crise de 2008, não só houve a defesa dos gastos públicos diretos na economia como a maioria dos pacotes de estímulo fiscal executados teve parcela significativa baseada nesta medida.

Feldstein (2009, p. 7), mesmo apresentando uma série de possíveis medidas de redução dos impostos⁷⁹ que podem ajudar na recuperação econômica, afirma que a principal medida a ser executada é o aumento do gasto público:

“... while good tax policy can contribute to ending the recession, the heavy lifting will have to be done by increased government spending.”

Para o autor, o gasto deve ser feito em grande escala, implementado de maneira rápida e focado em ações que aumentem a atividade econômica e o emprego. No mesmo sentido,

⁷⁸ Como mostramos no Capítulo 2 deste trabalho.

⁷⁹ Exemplos são: corte nas tarifas do emprego, crédito para investimento, para pesquisa e desenvolvimento, redução das tributações corporativas, anúncio de posterga no aumento dos impostos para aumentar o consumo corrente, aumento nos tributos sobre capitais e dividendos.

Spilimbergo *et alii* (2008) argumentam que, tendo em vista a expectativa de duração da crise, o estímulo fiscal pode depender, mais do que usualmente, das medidas de gasto. Na teoria, o gasto público com bens e serviços é o que tem o maior multiplicador, pois, como já argumentado, possui o efeito direto sobre a demanda agregada e efeitos indiretos à medida que incentiva gastos privados adicionais.

Como na maior parte da argumentação existente em favor dos gastos públicos, independentemente do período que a economia se encontra, as áreas que são levantadas como de prioridade para a atuação direta do governo durante a crise atual se referem à saúde, energia, educação, infra-estrutura, e apoio à população carente⁸⁰. A justificativa é que, geralmente, essas são áreas que não competem com o setor privado e, ao mesmo tempo, têm importância fundamental para a economia, tanto em termos estruturais quanto em termos de bem estar social. Como Eggertsson (2009a) afirma, o fornecimento público de bens deve se basear naqueles que são substitutos imperfeitos ou não-substitutos dos bens privados, para que a medida fiscal não implique em “*crowding out*”.

De fato, as considerações em favor da utilização do gasto público pelo *mainstream* retomam argumentos que esse pensamento atribui a uma “visão keynesiana tradicional”⁸¹ de se executar usar a política fiscal diretamente para influenciar a demanda agregada (Cogan *et alii*, 2009; Feldstein, 2009; Romer e Bernstein, 2009; Devereux, 2010). A principal justificativa deve-se, como no caso da redução dos tributos, ao fato da economia estar na armadilha de liquidez e de não haver uma resposta da política monetária (via regra de Taylor) aos estímulos fiscais. Neste cenário, as políticas de gasto do governo têm impacto maior do que durante os períodos normais porque os efeitos inflacionários a elas inerentes, que não são compensados pelo movimento nas taxas de juros, agem de maneira positiva ao diminuir as taxas de juros reais⁸². Uma vez que durante a crise a economia sofreu com queda nos preços, os efeitos inflacionários dos gastos são,

⁸⁰ No caso dos EUA, Feldstein (2009) também defende a importância dos gastos com defesa e com o financiamento às áreas de P&D, que ficaram ausentes do pacote fiscal anunciado em 2009 naquele país.

⁸¹ Apesar de não deixarem claro qual “visão keynesiana” seria essa. Dada a sorte de propostas apresentadas por essa bibliografia, certamente não se trata de uma visão semelhante ao ativismo da (velha) Síntese Neoclássica e, tampouco, às propostas de John M. Keynes.

⁸² “*In the economy constrained by the zero lower bound, the inflation generated by the increased government spending leads to a fall in the real interest rate. This substantially increases the government spending multiplier*”. (Devereux, 2010, p. 28).

pelo menos por um período, importantes para a reversão da espiral negativa entre deflação e produto⁸³.

Houve, entretanto, pouco tempo entre as discussões a respeito de quais gastos os governos deveriam implementar e o socorro de fato da economia por meio desses estímulos⁸⁴. Muitos países anunciaram pacotes fiscais baseados em medidas de redução dos tributos num primeiro momento, mas dada a insuficiência dessas medidas, aumentaram significativamente a parcela dos gastos diretos em comparação com os tributos numa segunda rodada de estímulos⁸⁵. Na seção que segue, demonstraremos essa mudança ao levantarmos uma consideração geral a respeito das medidas de política fiscal efetivamente introduzidas nos países afetados pela crise.

3.4.1 – Dinâmica e Composição dos Estímulos Fiscais: uma visão geral

Novamente o caso dos EUA é um exemplo significativo para o levantamento da diversidade das medidas adotadas durante a crise e da mudança do enfoque na redução dos tributos, num primeiro momento, para o estímulo dos gastos, em momento posterior. De acordo com Feldstein (2009), a primeira medida adotada pelo governo estadunidense foi uma redução dos impostos de cerca de US\$80 bilhões em 2008, dos quais apenas US\$ 12 bilhões se traduziram em aumento no consumo. Logo em seguida, foi necessária a implementação dos grandes pacotes (fiscais) do final do governo Bush e do início do governo Obama. Estes representaram um aumento significativo dos gastos públicos (diretos) daquele país. Segundo Tcherneva (2011), as medidas das políticas fiscais geralmente apresentam um mix entre efeitos automáticos e discricionários. No caso dos EUA, as respostas tanto do governo Bush quanto do de Obama seguiram essa receita e adicionaram um pouco mais de gastos que não são comumente usados como medidas anticíclicas. Para a autora, a grande injeção de recursos na compra de ativos não-executáveis do balanço de pagamentos das instituições financeiras débeis foi, de fato, uma forma

⁸³ Eggertsson (2009) até apresenta políticas de compromisso com geração de inflação, mas reconhece que tais medidas são mais complicadas de se executar porque o governo ou o banco central sempre tem o incentivo à trapaça, minando a credibilidade necessária no período.

⁸⁴ No caso dos EUA, o *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA) transitou no Congresso em tempo recorde e foi assinado pelo Presidente Barack Obama em 17 de fevereiro de 2009.

⁸⁵ Esse é o caso de países como Alemanha, Austrália e Espanha. No caso alemão, o estímulo de novembro de 2008 era composto basicamente por corte nos impostos, mas a segunda rodada de estímulos, anunciados em janeiro de 2009, foi focada nos gastos diretos. Padrão similar é encontrado no caso australiano, entre outubro de 2008 e fevereiro de 2009 e no espanhol, entre março 2008 e novembro do mesmo ano. O primeiro país a anunciar estímulos fiscais, os EUA, basearam sua política na via tributária a partir de janeiro de 2008 e no mesmo mês do ano seguinte passaram a estimular os gastos públicos diretos. Ver Prasad e Sorkin (2009) e CEA (2009a).

de política fiscal. Ao analisar o *Troubled Asset Relief Program* (TARP), Tcherneva (2011, p. 4-5) fornece a justificativa:

Although these purchases were executed by the Federal Reserve, they constitute fiscal policy because the Fed cannot purchase private sector liabilities from bank portfolios without congressional authority. In essence, it is the Treasury with the assistance of the Fed that bought a large number of financial assets from private banks.

Mesmo que, como a autora ressalta, a política fiscal tenha sido usada para a compra de ativos de instituições financeiras, geralmente seu propósito é de comprar bens e serviços (reais) e fornecer assistência direta às famílias e aos estados constituintes. Assim, o segundo pacote fiscal dos EUA, o *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), destinou US\$787 bilhões adicionais do orçamento de 2009 para medidas “estritamente” fiscais. Destes recursos, cerca de US\$288 bilhões se referem a renúncia fiscal, US\$275 bilhões a contratos públicos, concessões e empréstimos, e US\$224 bilhões a benefícios e garantias públicas à população^{86, 87} (Tcherneva, 2011, p. 6).

Outra implicação da crise para a política fiscal diz respeito à diversificação da política e à não dependência de apenas uma ferramenta para o fomento da demanda (Spilimbergo *et alii*, 2008; Devereux, 2010). Em períodos de crise, as estimativas sobre os multiplicadores fiscais são extremamente complicadas, pois os dados são menos confiáveis e podem ter alta variabilidade, prejudicando os formuladores de políticas na definição da medida a ser executada⁸⁸. Segundo Devereux (2010, p. 25):

In fact, an essential part of the rationale behind the intervention was to combine spending increases with tax cuts so as to stimulate overall spending. When nominal interest rates cannot be lowered further, this was seen as the last possible channel for stabilization policy.

⁸⁶ Outro recorte do estímulo é feito por Tavares (2009, p. 6) que afirma que, fora as renúncias fiscais, o programa destinou US\$144 bilhões em transferências para estados e municípios, US\$111 bilhões para infraestrutura e ciência, US\$81 bilhões para proteção aos segmentos sociais mais vulneráveis, US\$59 bilhões para a saúde, US\$53 bilhões para a educação e treinamento de mão de obra e US\$43 bilhões para energia (que era uma das metas estratégicas da campanha).

⁸⁷ Além disso Tcherneva (2011, p. 5) ressalta que “... *the White House enacted the longest-lasting emergency unemployment program in history that included the first benefit increase in a downturn in history (...) Furthermore, it supplemented the Temporary Assistance to Needy Families (TANF) program with emergency funds, which quietly expired by the end of 2010.*”

⁸⁸ “*A natural proposal for a stimulus plan, at least in the context of the model, is therefore a combination of temporary government spending increases, temporary investment tax credits, and a temporary elimination of sales taxes...*” (Eggertsson, 2009a, pág. 3).

Neste sentido, na comparação internacional os pacotes diferiram entre os países quanto à sua composição. No caso de China, Argentina, Índia, Itália, Arábia Saudita e África do Sul, por exemplo, o plano de estímulo fiscal não possuiu componente tributário. Já no Reino Unido e Indonésia, a maior parte do plano se baseou nas reduções dos tributos, enquanto na Rússia e no Brasil todo o estímulo ocorreu apenas por meio dessas medidas⁸⁹. Prasad e Sorkin (2009) mostram que no grupo que forma o G-20, à exceção dos EUA, cerca de 2/3 do estímulo fiscal anunciado se deveu a medidas de gasto. De acordo com os autores, quase todos os países do grupo anunciaram um pacote fiscal⁹⁰, cuja soma dos recursos, representava cerca de 1,1% do PIB mundial à época – abaixo dos 2% considerado ideal na visão do FMI, como mostrado por Freedman *et alii* (2009). A magnitude, contudo, varia de acordo com o país, seja pelo impacto da crise ou pelas opções de política (não necessariamente relacionada à crise) em particular de cada uma dessas economias⁹¹.

O *World Economic Outlook* de outubro de 2008 (FMI, 2008a) apresenta alguns fatos estilizados, com base na evidência histórica, das respostas da política fiscal ao lidar com as crises que se sucederam na economia mundial. De acordo com o estudo, sem a consideração da crise atual, em apenas em 1/3 dos episódios de crise a política fiscal envolveu uma mistura de receitas e gastos (tanto para os países emergentes quanto para os avançados) – a maior parte das medidas é de estímulo ao gasto. Mas, as economias que usaram a mistura de medidas tributárias e de dispêndios tiveram um desempenho melhor do que as que se basearam apenas num tipo de medida.

Na crise atual, com base nos anúncios da política fiscal feitos pelos países do G-20, Eichengreen (2010) afirma que os países que sofreram as maiores quedas nem sempre responderam com os maiores estímulos. Uma das razões deve-se ao fato de que os países que têm uma parcela maior (como proporção do PIB) de receitas derivadas de tributação tiveram mais espaço para aumentar o gasto ou reduzir os impostos⁹². Mas, nas respostas fiscais do G-20,

⁸⁹ Ver Prasad e Sorkin (2009) e Devereux (2010).

⁹⁰ Os autores fazem a consideração apenas sobre os pacotes anunciados, e não de fato executados em cada país. A exemplificação aqui utilizada serve apenas como um panorama da composição das medidas no âmbito global, uma vez que a análise dos pacotes específicos não é escopo do nosso trabalho.

⁹¹ Para a discussão de cada país em particular, no caso da União Européia, ver Banca D'Italia (2011), seminário realizado na cidade de Perugia sobre as lições da crise para a política fiscal. Para países além dos da União Européia, é possível recorrer ao FMI, que publica análises específicas nos seus *IMF Country Reports*, disponíveis em <http://www.imf.org/external/country/index.htm> e nos seu *Regional Economic Outlook*, disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/reorepts.aspx>. Prasad e Sorkin (2009) também fizeram esforço significativo a respeito.

⁹² Como, por exemplo, Turquia, Japão e Itália (Eichengreen, 2010, p. 10 e p. 22)

mesmo os países que possuíam altos níveis de dívida pública não aplicaram um estímulo fiscal menor, como seria esperado – o que explica como e porque alguns desses países entraram em maiores problemas após os estímulos⁹³.

É reconhecido, por fim, que à exceção do aumento da dívida pública e da necessidade de um estímulo diversificado, não é possível encontrar um padrão claramente definido para o comportamento dos instrumentos que compõem as medidas fiscais a ponto de justificar indubitavelmente um ou outro argumento em particular⁹⁴.

Grande parte da divergência de opiniões a respeito da eficiência de alguma medida em particular a ser executada durante a crise reflete-se no debate sobre os multiplicadores fiscais. Os trabalhos a esse respeito variam, explícita ou implicitamente, do uso de modelos “velhos keynesianos” a modelos novo-keynesianos aprimorados. A próxima seção tem o intuito de considerar brevemente essa discussão, cuja importância tem aumentado nos últimos meses.

3.5 – Os Multiplicadores Fiscais: Discussões

As medidas adotadas ao redor do mundo no combate à crise financeira de 2008, de política monetária ou fiscal, não se basearam na estrutura teórica ou nos modelos macroeconômicos quantitativos do estilo daqueles que têm sido utilizados nos bancos centrais nos últimos tempos⁹⁵. Como afirma Devereux (2010), as propostas se apoiaram em argumentos estilizados sobre o impacto das medidas de ampliação de liquidez sistêmica através das operações das autoridades monetárias e sobre o tamanho dos multiplicadores das ações fiscais.

No caso da política fiscal, a literatura a respeito da magnitude, da duração e dos próprios efeitos sobre a economia de cada medida em particular é bastante controversa. Os estudos existentes fornecem uma ampla gama de valores para os multiplicadores fiscais, que variam entre significativamente positivos, insignificantes, ou mesmo negativos⁹⁶ (FMI, 2008a).

⁹³ Faremos considerações mais detalhadas a respeito na penúltima seção deste capítulo.

⁹⁴ No levantamento de FMI (2008a), por exemplo, cortes nos tributos e transferências temporariamente mais altas têm efeito maior no produto porque incentivam o consumo corrente. Já a acomodação dos estímulos fiscais pela política monetária gera efeitos maiores no produto e a inflação se eleva – por isso são recomendados em crises de deflação; os multiplicadores diferem dependendo da medida fiscal adotada, mas argumenta-se que os investimentos públicos têm multiplicadores maiores do que os efeitos da tributação e das transferências pois, como dissemos acima, estes dependem da propensão a poupar.

⁹⁵ Essa consideração é ainda mais evidente para a política fiscal, comumente enxergada como choque exógeno nos modelos do Novo Consenso.

⁹⁶ Spilimbergo *et alii* (2008) afirmam que a literatura recente sobre os multiplicadores fiscais fornece valores que variam de “menores que zero a maiores que quatro”. Os multiplicadores podem ser negativos quando existe um aumento nos prêmios de risco sobre a taxa de juros resultantes de preocupações com o nível da dívida pública, sugerindo que a política fiscal discricionária

Os resultados dependem, principalmente, dos pressupostos assumidos em cada modelo, do tipo de política executada, das condições econômicas em que se dão os estímulos e do país considerado em particular⁹⁷.

Com relação às questões metodológicas para a estimação dos multiplicadores, as dificuldades começam já na sua definição. Grosso modo, o multiplicador fiscal descreve os efeitos das mudanças discricionárias nos instrumentos fiscais sobre o PIB real. Os efeitos são geralmente captados através da porcentagem de mudança no PIB devido a uma alteração na magnitude do instrumento ou em alguma mudança no resultado fiscal (Freedman *et alii*, 2009). Entretanto, como a literatura reconhece, não é trivial levar em consideração todos os fatores que influenciam em cada medida. Em primeiro lugar, como FMI (2008a) constata, separar as repostas automáticas das medidas discricionárias não é tarefa simples, uma vez que as medidas fiscais tanto respondem *a* quanto *causam* mudanças na atividade⁹⁸. Em segundo lugar, a política fiscal discricionária é tipicamente usada em períodos de queda no produto, quando uma série de outros fatores ocorre ao mesmo tempo da implementação da política, de maneira que os efeitos dos estímulos podem se confundir com esses fatores. Por fim, os multiplicadores têm efeitos dinâmicos que podem durar por vários períodos. A medição desses efeitos ao longo do tempo apresenta desafios adicionais, dependendo de como as políticas são mantidas, se constantes ou não (Spilimbergo *et alii*, 2008).

Além dos problemas de definição e identificação dos multiplicadores, o modelo utilizado na sua determinação também influencia nos resultados estimados⁹⁹. Os modelos SVAR (“*structural vector auto regressive*”) têm problemas em isolar os efeitos das variações nos gastos e na tributação e quase nunca apresentam uma conclusão clara a respeito do tamanho relativo dos multiplicadores entre os dois instrumentos¹⁰⁰. Dependendo dos pressupostos, os multiplicadores

pode ser mais prejudicial do que benéfica à economia. Ver também FMI (2008a, 2008b) e Spilimbergo *et alii* (2009). Já Freedman *et alii* (2010) mostram que os efeitos positivos dos multiplicadores fiscais no curto prazo podem significar “*crowding out*” no longo prazo devido aos efeitos do aumento na dívida pública.

⁹⁷ A literatura empírica sobre a estimação dos multiplicadores não ajuda a resolver o conflito teórico: “*Unfortunately, empirical work has not settled the theoretical debates. Estimates of fiscal multipliers cover a wide range, from positive through insignificant to negative*” (FMI, 2008a, 163-166).

⁹⁸ “*The empirical estimates of fiscal multipliers are dispersed over a very broad range, reflecting the inherent difficulty of identifying a fiscal impulse and its propagation through the economy. In particular, simultaneity problems (most notably the two-way linkages between economic activity and fiscal balances) make it very difficult to pin down the effects of discretionary fiscal actions*” (Freedman *et alii*, 2009, p. 4). Auerbach e Gale (2009a), entretanto, afirmam que conseguem separar os efeitos no modelo por eles proposto.

⁹⁹ Ver, por exemplo, Auerbach e Gorodnichenko (2010), que apresentam diversas abordagens possíveis para a medição das repostas do produto às mudanças na política fiscal.

¹⁰⁰ Auerbach e Gale (2009a) ainda afirmam que os resultados dos modelos SVAR não são robustos.

de curto prazo podem ser elevados quando representam um incentivo de gasto, mas no longo prazo a tendência pode ser revertida (Blanchard e Perotti, 2002; Spilimbergo *et alii*, 2008; Spilimbergo *et alii*, 2009).

Já nos modelos estruturais, como o DSGE novo-keynesiano, os valores dos multiplicadores variam de acordo com os pressupostos com relação às respostas endógenas das políticas e ao comportamento projetivo sobre a economia. Cogan *et alii* (2009), Christiano *et alii* (2009), Eggertsson (2009a), Devereux (2010) e Woodford (2010) entre outros, são trabalhos que usam esse tipo de modelagem para determinar o tamanho dos multiplicadores fiscais com o objetivo de sugerir políticas para a crise atual¹⁰¹. As estimativas variam, mas, no geral, os multiplicadores são maiores no caso do aumento nos gastos públicos comparado à redução dos impostos e quando a política monetária não compensa os efeitos do estímulo fiscal.

Eggertsson (2009a) e Devereux (2010), em particular, são exemplos importantes dessa literatura porque propõem um modelo novo-keynesiano “aprimorado”, frente às condições impostas pela crise de 2008. Gauti Eggertsson reivindica que seu trabalho de 2001 é o primeiro a levar em consideração o aumento no gasto público em situação de “taxa de juros zero” dentro do arcabouço dos modelos DSGE novo-keynesianos. Seus trabalhos recentes (Eggertsson, 2009a, 2009b) são, para o autor, aperfeiçoamentos daquele esforço. Já Devereux (2010) defende que seu modelo é mais realista do que a maioria dos modelos DSGE, pois não leva em consideração a equivalência ricardiana e porque considera um horizonte finito para as decisões dos agentes, algo que, para o autor, torna o modelo mais apropriado no ambiente atual imposto pela crise.

Boa parte dos trabalhos recentes com modelos DSGE novo-keynesianos foi motivada pela publicação de Cristina Romer e Jared Bernstein sobre os impactos futuros do ARRA na economia estadunidense. Romer e Bernstein (2009) argumentam que os multiplicadores decorrentes do ARRA são significativos e que o pacote teria grande efeito sobre o produto e, principalmente, sobre o emprego¹⁰². Cogan *et alii* (2009), em resposta, argumentam que o trabalho de Romer e Bernstein (2009) não possui o rigor necessário e que suas estimações “não representam a pesquisa moderna”, uma vez que, se usassem os modelos novo-keynesianos, seus resultados seriam menos significativos e os impactos sobre o emprego menos otimistas. O

¹⁰¹ Ver também Erceg e Lindé (2009) e Drautzburg e Uhlig (2010).

¹⁰² As estimativas e projeções do trabalho de Romer e Bernstein (2009) são importantes para a discussão atual porque serviram de insumo e justificativa para a formulação da política fiscal nos EUA. Na nossa proposta de discussão, o debate levantado por essa publicação exemplifica o momento intenso em que a política fiscal está vivendo com a crise. As discussões mostram a preocupação acadêmico-política atual com a maneira pela qual o ativismo fiscal deve ser executado.

argumento de Cogan *et alii* (2009) é o de que Romer e Bernstein (2009) fazem uso de modelos “velho-keynesianos”, cujos pressupostos implicam em multiplicadores inerentemente maiores, para justificar política e publicamente a magnitude do pacote¹⁰³.

Na tentativa de mostrar estimativas para os multiplicadores fiscais mais consistentes do que consideram ser aqueles presentes em Romer e Bernstein (2009), ao trabalho de Cogan *et alii* (2009) seguiram as publicações de Christiano *et alii* (2009), Erceg e Lindé (2009), Hall (2009) e Drautzburg e Uhlig (2010). Mesmo que os multiplicadores difiram entre cada um desses modelos novo-keynesianos, Woodford (2010) argumenta que todos são equivalentes quando controlados pelas suas diferenças de tempo. Na realidade, a intenção de Woodford (2010) é mostrar, a partir de modelos analíticos simples, os mecanismos subjacentes aos modelos DSGE novo-keynesianos. Para o autor, mesmo que os resultados numéricos sejam diferentes, os princípios nesses modelos são os mesmos, justificando suas similaridades e fornecendo maior coesão à discussão.

Entretanto, mesmo que a discussão no *mainstream* esteja pautada principalmente pelos modelos DSGE, Blinder e Zanchi (2010) continuam com argumentos sobre os multiplicadores utilizando modelos velho-keynesianos, estendendo a discussão sobre os impactos do ARRA. Como as medidas do pacote estadunidense ainda são recentes, ainda haverá muitos debates a respeito dos seus impactos e da sua eficiência em lidar com os objetivos propostos pelos anos a frente¹⁰⁴.

A maior parte dos estudos sobre os multiplicadores fiscais, como temos ressaltado, leva em consideração o caso da economia estadunidense (e não apenas na crise atual). Entretanto, como Spilimbergo *et alii* (2008) argumentam, estes mecanismos diferem significativamente entre os países e, como alguns estudos sugerem, podem ter decrescido em importância com o tempo¹⁰⁵.

¹⁰³ Cogan *et alii* (2009) e Cogan e Taylor (2010) parecem acreditar que os motivos que levam Romer e Bernstein (2009) a defender as medidas do ARRA com base em “multiplicadores generosos” fogem do âmbito acadêmico. Em alguma medida essa suposição se justifica, pois Cristina Romer era, à época, chefe do conselho de assessores econômicos do presidente Obama. Já Jared Bernstein é o economista-chefe do gabinete do vice-presidente Joseph Biden.

¹⁰⁴ Aizenman e Pasricha (2010, p. 1), por exemplo, fazem um ajuste nos gastos públicos dos EUA nos últimos 50 para mostrar que o pacote econômico de 2009 não teve impacto na economia: “*While the Federal government stimulus prevented a net decline in aggregate fiscal expenditure, it did not stimulate the aggregate expenditure above its predicted mean.*” Segundo os autores: “*Despite this massive stimulus, unemployment reached two digit figures, leading some observers to question the efficacy of fiscal policy (ibid.).* Para mais análises sobre o ARRA, ver também CEA (2009b), Romer (2009) e Tcheneva (2011) e referências.

¹⁰⁵ De acordo com Spilimbergo *et alii* (2008, p. 20): “*For infrastructure, the associated multipliers may be decreasing over time as the marginal productivity of infrastructure falls with its expansion. As such, although public investment multipliers in the past may have been substantially larger than those associated with government consumption, this may not continue to be the case. Furthermore, investment projects are associated with potentially long implementation lags, leading to uncertain short-run effects.*” Ver também Monacelli *et alii* (2010) e Resende *et alii* (2010).

No modelo usado por Freedman *et alii* (2009) para a economia global, os maiores multiplicadores ocorrem na Ásia e no agrupamento “Demais países”¹⁰⁶. O motivo levantado pelos autores é de que nessas regiões a porcentagem de famílias mais necessitadas (“*hand-to-mouth households*”) é maior do que nas economias avançadas e, portanto, o maior fluxo de rendimentos gerados pelos estímulos fiscais tem impacto geral maior nessas economias¹⁰⁷. Freedman *et alii* (2009) argumentam ainda que quando o estímulo fiscal é executado por um país apenas, os efeitos multiplicadores são menores do que aqueles previstos para uma atitude conjunta dos países. Como a principal intenção do trabalho é o chamado para a execução de um estímulo fiscal global, os autores afirmam que o menor tamanho dos multiplicadores reflete “*the smaller overall size of the stimulus at the worldwide level, which reduces the stimulus region’s multiplier through smaller trade spillovers*” (Freedman *et alii*, 2009, p.10). Neste sentido, os autores defendem a importância de uma ação multilateral para que multiplicadores mais potentes em nível global sejam atingidos.

De acordo com FMI (2008a), nos países emergentes existem duas forças que entram em conflito na determinação da grandeza dos multiplicadores. Por um lado, são países que concentram uma parcela maior de consumidores com restrição de crédito e/ou liquidez, o que pode resultar em grandes multiplicadores quando o estímulo fiscal for executado. Mas, por outro lado, naquelas economias com altos níveis de dívida pública, o estímulo pode levar ao aumento na taxa de juros sempre que houver exigência de maiores prêmios de risco por parte dos agentes do mercado. Multiplicadores relacionados a medidas de renda podem ser reduzidos por esse efeito.

Em economias relativamente fechadas, com pouca ou sem nenhuma restrição de financiamento público, como podemos dizer que é o caso dos EUA, é teórica e empiricamente possível afirmar que o multiplicador fiscal pode superar a unidade, principalmente se a política monetária acomodar as ações fiscais (Freedman *et alii*, 2009). Em economias menores, mais abertas ao comércio e mais suscetíveis a restrições de financiamento, os multiplicadores costumam ser menores, seja pelas pressões dos efeitos das medidas fiscais sobre comércio internacional ou sobre as taxas de juros reais (FMI, 2008a).

¹⁰⁶ Os autores classificam a economia global em 5 áreas econômicas: EUA, Japão, Zona do Euro, Ásia e Demais Países.

¹⁰⁷ Spilimbergo *et alii* (2008) argumentam que uma maneira de aumentar os efeitos multiplicadores é através do foco nas famílias com alta propensão marginal de consumo, seja porque possuem baixa renda ou restrição de liquidez/crédito.

No geral, como a maior parte dos autores aqui levantados argumenta, as medidas de aumento no gasto público costumam ter multiplicadores maiores do que as relativas à redução de tributos. O efeito é ampliado quando não há compensação por parte da política monetária, seja por decisão política ou pela impossibilidade de ajuste na taxa de juros, como no caso da “*zero bound*”. Para Devereux (2010), em situações “normais”, ou seja, em que vale a regra de Taylor, os multiplicadores fiscais são geralmente baixos. Como também argumentam Christiano *et alii* (2009) e Eggertsson (2009a), o gasto público pode ter efeitos multiplicadores significativamente maiores durante períodos de armadilha de liquidez do que em situações normais. Christiano *et alii* (2009) mostram que quando os parâmetros usados em sua modelagem estão associados a grandes quedas no produto e quando a economia atinge o limite das taxas de juros, o multiplicador dos gastos públicos também se associa a valores significativos¹⁰⁸. Estes valores ainda são positivamente relacionados ao *quanto* se espera que a economia continue com a taxa de juros no seu limite inferior. Se, devido aos “*lags*”, os estímulos de fato têm efeitos num futuro em que as taxas de juros ainda estão mínimas, estes efeitos são maiores do que aqueles que podem ocorrer quando as taxas de juros já estiverem positivas¹⁰⁹. As expectativas com relação à duração do estímulo também influenciam na estimação do tamanho dos multiplicadores. Os multiplicadores estimados em Cogan *et alii* (2009) são menores do que aqueles de Eggertsson (2009a) – ambos utilizam o mesmo modelo – porque o primeiro pressupõe que o estímulo fiscal seja permanente (o que vai levantar preocupações com “*crowding out*” no futuro, por exemplo), enquanto o segundo pressupõe que ele seja apenas uma resposta temporária aos choques contracionistas. Na crise atual, além das constatações sobre a falta de importância dos “*lags*” de política, este é outro motivo que favorece a argumentação em favor da política fiscal ativa.

Mesmo com a grande divergência nos estudos e que ainda seja praticamente impossível atingir um consenso sobre o tamanho dos multiplicadores, bem como sobre o modelo ideal para se empregar, algumas grandes constatações são comuns na literatura atual:

¹⁰⁸ FMI (2008a) e Freedman *et alii* (2009) reconhecem o problema da agregação. Segundo Freedman *et alii* (2009, p. 5): “*Cross-country econometric studies of fiscal multipliers would not be able to adequately control for these possibilities, particularly the important role of monetary policy responses, and that may be a major reason why they have tended to find lower multipliers than in the United States, and also lower multipliers than in the scenarios with accommodative monetary policy presented in this paper*”.

¹⁰⁹ Se há acumulação de capital o efeito ainda é maior (Christiano *et alii*, 2009).

- (i) o tipo de instrumento fiscal usado para aumentar o déficit pode ter uma grande influência no tamanho do multiplicador. No geral, os gastos públicos diretos costumam ter efeito multiplicador maior que outras medidas;
- (ii) não há evidência de que os multiplicadores do investimento público são substancialmente maiores que os do consumo público;
- (iii) enquanto os efeitos de curto prazo das mudanças nos impostos podem ser menores que os dos gastos, isso não é necessariamente verdade no médio prazo¹¹⁰;
- (iv) para qualquer tamanho de estímulo fiscal, os multiplicadores são mais baixos em economias menores e mais abertas;
- (v) quanto mais suscetível a restrições de financiamento for o setor público da economia, menor o multiplicador;
- (vi) o efeito da política fiscal é sensível à resposta da política monetária, de maneira que as ações fiscais são altamente efetivas se a política monetária a acomodar;
- (vii) no caso da “*zero bound*” os multiplicadores são potencialmente maiores.

Como podemos perceber, as considerações sobre os multiplicadores fiscais se tornaram mais intensas com o episódio da crise, tanto no debate das propostas para sua solução quanto nas projeções e influências sobre a recuperação econômica. Desta forma, o debate sobre os multiplicadores faz com que a política fiscal esteja em pauta nas principais discussões do meio acadêmico *mainstream* na conjuntura atual.

O aprofundamento desta discussão pode ser visto pelo incentivo inerente ao desenvolvimento de melhores métodos para a estimação destes indicadores. O debate nesse *front* acaba impondo que a defesa das medidas fiscais discricionárias seja feita com maiores (e melhores) embasamentos teóricos. Neste sentido, como argumenta Robert Solow, um dos principais desafios para as propostas de política fiscal no futuro próximo passa pelo

¹¹⁰ Principalmente porque, dependendo da intensidade do aumento nos gastos públicos, os estímulos podem incitar preocupações com o aumento demasiado na dívida pública ou levar ao “*crowding out*” no longo prazo.

desenvolvimento de métodos que possam diminuir o leque de possibilidades para os valores dos multiplicadores fiscais.

There is a perceptible tendency for those who a priori disapprove of discretionary fiscal policy to find smaller multipliers and those who approve to find larger ones. But I think this tendency can be turned into healthy criticism, and lead, if not to consensus, then to a narrower range (Solow, 2011, p. 2).

Só a partir desse esforço o autor acredita que seja possível pensar e discutir as medidas de política fiscal discricionária em termos mais concretos¹¹¹. No contexto atual, este tipo de incentivo aponta para o caminho da possibilidade de um melhor posicionamento da política fiscal enquanto ferramenta de ajuste macroeconômico. Quanto mais trabalhos forem desenvolvidos no sentido de determinar as bases do debate em torno da política fiscal, mais essa política se afasta do dissenso em que se encontra até o momento.

3.6 – Estabilizadores Automáticos: As Proximidades de um Consenso

Uma das abordagens de política fiscal em que existe algum consenso no *mainstream*, diz respeito aos estabilizadores automáticos, como mostramos no Capítulo 2. Na crise atual, a defesa desses mecanismos como instrumentos de suporte à queda e apoio à recuperação econômica ganhou novos contornos.

O choque que a economia sofreu a partir de 2008 mostrou que os estabilizadores automáticos são insuficientes para lidar com crises de grandes proporções – alguns autores atribuem o chamado para as ações da política fiscal discricionária a essa insuficiência¹¹² (Auerbach e Gale, 2009a; Feldstein, 2009). Feldstein (2009) estima que do total da queda do produto nos EUA em 2009 – resultado da queda inicial no consumo somada às quedas conseqüentes no produto, renda e consumo futuros – apenas 1/3 foi compensado pelo uso dos

¹¹¹ Mas as discussões não se limitam à determinação “do” multiplicador fiscal. Como o autor afirma, uma série de outras medidas deve ser tomada para que o debate em torno da política fiscal consiga avançar. Entre essas medidas estão, por exemplo, o aumento no foco das políticas discricionárias, para garantir maior eficiência quando seu uso for necessário, além de evitar gastos improdutivos. O ponto é que o debate fiscal ocorreu de maneira caótica durante a crise. Essas medidas, portanto, servem como primeiros esforços na tentativa de delimitar esse debate no futuro.

¹¹² Para o apoio da visão de que a estabilização promovida pela política fiscal ocorre principalmente por meio dos estabilizadores automáticos, ver Debrun e Kapoor (2010).

estabilizadores fiscais automáticos, da maneira como estão estruturados naquele país¹¹³. Assim, na tentativa de aprimorar esses mecanismos, duas abordagens ganharam destaque na literatura recente.

A primeira delas se refere ao fortalecimento dos estabilizadores automáticos convencionais, por meio de mudanças nas políticas de tributação e de gastos públicos. Como é de amplo conhecimento, os estabilizadores automáticos “verdadeiros”¹¹⁴ são estruturados a partir de alguns elementos: combinação entre rigidez de determinados gastos públicos e receitas de elasticidade aproximadamente unitária com relação ao produto; existência de um sistema tributário de natureza progressiva sobre a renda; e existência de programas de seguridade social (Blanchard *et alii*, 2010, p. 15). Dessa forma, a maneira tradicional de aprimoramento dos estabilizadores automáticos, quando não passa por um maior enrijecimento dos gastos (pelo aumento de vinculação de receitas, por exemplo), geralmente leva em consideração medidas que influenciam o aumento da progressividade do sistema tributário e o estabelecimento de programas sociais mais generosos, tanto no prazo dos pagamentos quando nos valores dos benefícios (Blanchard *et alii*, 2010; Claessens *et alii*, 2010). Reformas nesse sentido carregam uma série de questões de economia política, principalmente aquelas referentes ao tamanho do setor público na economia e à eficiência do gasto público. Para trabalhos como FMI (2008a), por exemplo, o aprimoramento dos estabilizadores automáticos por essas vias coloca em pauta a dicotomia entre o aumento da estabilidade econômica (uma vez que estabilizadores mais robustos ajudam a diminuir a volatilidade do produto) e o aumento da eficiência (pois argumentam que um governo “maior” se associa a baixas taxas de crescimento econômico). Já Claessens *et alii* (2010) acreditam que as reformas no sistema tributário, na composição dos gastos e na seguridade social devem ser motivadas por outras questões que não as referentes à estabilização econômica e que, dessa forma, não devem ser vistas como maneiras de aprimorar os estabilizadores automáticos.

Baunsgaard e Symansky (2009), por outro lado, mostram as possibilidades e as dificuldades de se tomar medidas na direção do aprimoramento dos estabilizadores automáticos convencionais. Para os autores, mudanças permanentes nos impostos ou nos gastos podem não

¹¹³ Feldstein (2009) estima uma queda inicial de US\$ 400 bilhões no consumo dos EUA e mais US\$ 200 bilhões no efeito acumulado. Dos US\$ 600 bilhões, apenas US\$ 200 foram compensados pelos estabilizadores fiscais automáticos.

¹¹⁴ A denominação é usada por Blanchard *et alii* (2010) e Claessens *et alii* (2010), enquanto Baunsgaard e Symansky (2009) chamam de “convencionais” e FMI (2008a) prefere a denominação de estabilizadores automáticos “passivos”. As denominações são válidas para distinguirmos entre estes e uma nova sorte de estabilizadores, cujas propostas ganharam força com a crise. No que segue faremos uma apresentação mais detalhada a respeito.

ser eficientes e ainda envolver efeitos colaterais indesejáveis. O aumento nos impostos sobre a renda, por exemplo, apesar de sua alta elasticidade, não incrementa os estabilizadores automáticos de maneira significativa¹¹⁵; além de se posicionarem contra a tendência por reformas que visem um peso maior nos tributos sobre o consumo¹¹⁶ e enfrentarem barreiras institucionais que limitam o aumento nesse tipo de arrecadação. No caso dos gastos públicos, mesmo que as elevações nos pagamentos de seguros contra o desemprego ou o fortalecimento dos gastos com a saúde pública (que tende a ser mais procurada em relação à privada nos períodos de crise) aumentem o poder anticíclico dos estabilizadores automáticos, essa resposta pode perder em eficiência se for executada com atraso no caso de uma crise¹¹⁷.

Já a segunda possibilidade de fortalecimento dos estabilizadores automáticos é vista, nessa literatura, como um caminho mais promissor. As medidas são no mesmo sentido do pacote econômico de anunciado em Solow (2005)¹¹⁸: o pré-estabelecimento de uma série de medidas fiscais para serem usadas em situações críticas. A proposta é uma mudança temporária na política fiscal que seja engatilhada de acordo com a situação da economia: assim que uma variável escolhida atingir determinado nível, as medidas de “cunho discricionário” (e pré-definidas) entram em ação para ajudar no desempenho dos estabilizadores automáticos convencionais. Para Baunsgaard e Symansky (2009), o objetivo desse instrumento é tornar o processo decisório mais rápido, protegendo-o dos impasses relacionados às influências políticas e assegurando uma resposta fiscal que ocorra no tempo adequado.

Do lado da tributação, a literatura exemplifica que as medidas podem incluir incentivos às famílias de mais baixa renda, como a redução nos tributos sobre os salários¹¹⁹; a diminuição nos impostos sobre o consumo, para incentivá-lo no curto prazo; e/ou uma diminuição de maneira ampla nas obrigações tributárias dos contribuintes (Baunsgaard e Symansky, 2009; Blanchard *et alii*, 2010; Claessens *et alii*, 2010). Além disso, para o caso das firmas, é possível pensar em mudanças temporárias nos créditos ao investimento e em incentivos

¹¹⁵ “A shift in the composition of tax revenue by 5 percentage points (which is a very large change) from indirect taxes to personal income tax across G-20 countries would increase the automatic stabilizers on average by about 0.05 percent of GDP” (Baunsgaard e Symansky, 2009, p. 8, nota n. 6).

¹¹⁶ A esse respeito, ver Norregaard e Khan (2007).

¹¹⁷ Os autores reconhecem os benefícios para o caso dos EUA do aumento no pagamento dos seguros-desemprego durante a crise, através do “*Extended Unemployment Compensation Program*” em julho de 2008. Essa política de extensão de benefícios, segundo Baunsgaard e Symansky (2009), tem sido recorrente durante as recessões naquele país. Ver também Burtless (2009).

¹¹⁸ Como mostramos no segundo capítulo deste trabalho, seção 2.4.

¹¹⁹ Ver Feldstein (2007).

à contratação, que sejam fornecidos de maneira anticíclica¹²⁰ (Baunsgaard e Symansky, 2009). Do lado dos gastos públicos, é possível pensar em transferências temporárias para as famílias de baixa renda ou que sofram com problema de liquidez e/ou solvência e em transferências e/ou incentivos tributários da federação para os estados, de acordo com a profundidade da recessão e capacidade de resposta de cada ente (Baunsgaard e Symansky, 2009; Blanchard *et alii*, 2010).

Os autores que defendem esse tipo de estabilizadores “semi-automáticos” afirmam que, além da isenção de influências políticas durante o desenrolar da crise, essas medidas reduzem as incertezas sobre a estrutura da política fiscal durante o período. Como o pacote é pré-estabelecido, sabem-se de fato quais serão as formas de ação do governo quando a economia atingir as condições que as engatilham. Neste sentido, o principal problema reconhecido para o estabelecimento deste tipo de política é a determinação dos limites e das variáveis macroeconômicas que funcionarão como gatilho. Mesmo que a queda no produto (Claessens *et alii*, 2010) ou no emprego (Feldstein, 2007) por períodos consecutivos (a serem definidos) seja uma abordagem relevante na determinação das condições que podem iniciar os estabilizadores “semi-automáticos”, Baunsgaard e Symansky (2009) acreditam que os gatilhos devem se basear em projeções sobre essas variáveis, para garantir uma resposta fiscal temporalmente apropriada¹²¹. O argumento é que ao responder às expectativas sobre o comportamento futuro da(s) variável(eis) relevante(s) ao invés dos seus valores passados, as medidas dos estabilizadores fiscais “semi-automáticos” atuam de maneira preventiva e não corretiva, suavizando o ciclo e eliminando possíveis efeitos negativos na economia.

De qualquer maneira, a credibilidade quanto às estimativas e à execução das políticas em si se colocariam como empecilhos ao desenvolvimento desse instrumento. Solow (2005), por exemplo, já era cético com relação às respostas privadas positivas ao estabelecimento de um pacote fiscal para ser usado durante as recessões¹²², mas FMI (2008a) defende que essas medidas

¹²⁰ Baunsgaard e Symansky (2009), entretanto, ressaltam que essas medidas podem incentivar as firmas a dispensar os funcionários nos períodos de crise para recontratá-los em melhores condições, ou seja, de maneira menos onerosa na folha de pagamentos.

¹²¹ Os autores ainda afirmam que, para evitar problemas com mudanças muito frequentes na política, o governo deve ser cauteloso ao permitir que apenas recessões severas possam acionar a resposta fiscal. Para evitar o viés de dívida, as medidas automáticas devem ser simétricas: uma medida expansiva nas quedas deve ser compensada pelo arrocho na fase de ascensão, deixando o resultado fiscal equilibrado de maneira intertemporal. Entretanto, as vantagens dessas medidas devem ser colocadas frente aos custos relacionados à frequência das alterações nas políticas, principalmente no que diz respeito à tributação. Além disso, as políticas de impostos e gastos devem conter medidas com altos multiplicadores para garantir o máximo de impacto da política fiscal (Baunsgaard e Symansky, 2009, p. 15-18).

¹²² Segundo o autor, os argumentos são os mesmos que aqueles usados contra a execução de um pacote fiscal discricionário: o pacote nunca é neutro, uma vez que há interesses políticos e distributivos em pauta e a percepção desses interesses afeta as

carregam alta dosagem de transparência, necessária para o balizamento das decisões privadas. Tanto para Solow (2005) quanto para FMI (2008a), a resolução deste problema passa por uma mudança na governança da política fiscal, que envolva o estabelecimento de uma agência governamental independente e apartidária, responsável por reconhecer as mudanças nas fases do ciclo da economia, por fornecer os mix de política em antecipação e por avaliar a extensão em que as medidas de curto prazo são consistentes com os objetivos de médio/longo prazo da economia.

Na realidade, as preocupações com a transparência, credibilidade e eficiência do desenvolvimento desse estabilizador fiscal “semi-automático” são as mesmas com a execução das políticas fiscais discricionárias, mas com um peso reduzido devido à sua automatização. Qualquer medida fiscal que saia dos estabilizadores automáticos convencionais é vista pelo *mainstream* como fator de impacto negativo potencial na dívida pública e, por consequência, na sustentabilidade das próprias contas públicas e do sistema como um todo. Assim, mesmo com o reconhecimento e apoio às medidas fiscais discricionárias e com o repensar da maneira da política fiscal intervir na economia, a preocupação última na visão do Novo Consenso, não muda.

A maneira pela qual, contudo, a questão da sustentabilidade fiscal foi levantada durante a crise ganhou contorno diferente, ao mesmo tempo em que aprofundou a discussão sobre a criação dos “espaços fiscais” que garantam a execução de uma política sustentável quando a economia enfrentar períodos de exceção. Como os pacotes fiscais resultaram num aumento considerável da dívida pública na maioria dos países, o episódio serviu como evidência para o fortalecimento da visão em favor da consolidação das contas públicas durante a recuperação, preocupações essas que já se faziam presente desde o início da crise. A seção que segue aborda o tema.

decisões dos agentes; o ajuste do comportamento dos agentes às mudanças na tributação geralmente é custoso, podendo gerar ineficiência das medidas; mudanças temporárias na tributação podem ser ineficientes se não afetarem ou se afetarem de maneira marginal a renda permanente dos agentes ou suas decisões intertemporais (Solow, 2005, p. 512-513).

3.7 – Resultados Fiscais da Crise: o Fortalecimento da Visão Convencional?

Ao mesmo tempo em que os grandes pacotes de estímulos fiscais foram necessários para o socorro das economias devido à magnitude da crise, também tiveram como resultado a deterioração das contas públicas de grande parte dos países¹²³. Além da incorporação de dívidas privadas pelo setor público¹²⁴, a ocorrência de déficits sucessivos contribuiu para o aumento da dívida pública e fez com que os chamados para o ajuste fiscal voltassem com intensidade, junto à preocupação com a sustentabilidade de médio e longo prazos das contas públicas¹²⁵. Entretanto, como pretendemos mostrar nessa seção, as reivindicações para a consolidação das contas públicas no período atual diferem, em certo sentido, do argumento tradicionalmente defendido pela visão do Novo Consenso. Acreditamos que, a partir do episódio da crise, inicia-se uma argumentação em favor da redução do nível de endividamento público para a geração de um espaço fiscal que possa ser utilizado como forma de socorro quando da ocorrência de choques na economia. A visão recente parece não restringir a política fiscal apenas à garantia estrita dos fundamentos da economia para que o mercado, por si, possa se equilibrar, mas abre um espaço maior para as ações mais diretas desta política no ajuste macroeconômico. Entretanto, como será possível perceber ao longo da seção, uma análise crítica consegue enxergar nessa “ampliação de visão” um movimento dúbio por parte dos autores do *mainstream*, uma vez que estes usam da necessidade de se recorrer a medidas fiscais discricionárias durante períodos de exceção para reforçar a primazia do aprofundamento do ajuste fiscal em períodos normais¹²⁶.

Como argumentamos ao longo do capítulo, as intervenções das políticas fiscal e monetária foram essenciais para prevenir uma espiral negativa entre dívida e deflação, onde os problemas no sistema financeiro rebatiam na economia real e vice-versa. Nas economias avançadas, simultaneamente ao fato de a política fiscal ter fornecido a principal resposta à queda profunda no produto, as medidas, potencializadas pela redução repentina na atividade, elevaram o

¹²³ Ver FMI (2009e).

¹²⁴ Ao criticar a estratégia dos formuladores de políticas com relação à política fiscal utilizada em socorro à demanda, Eichengreen (2010, p.11) reconhece o problema da incorporação da dívida privada por parte do setor público: “*They socialized bad debts of the financial and nonfinancial sectors by taking them onto the public-balance sheet, transforming a problem of private debt sustainability into a problem of public debt sustainability but without resolving the underlying issues.*”

¹²⁵ Tanzi (2010), por exemplo, é enfático ao afirmar que o único caminho seguro a seguir no que cabe à política fiscal é o do retorno, no médio e longo prazo, para a sustentabilidade das contas públicas.

¹²⁶ Esta postura crítica atenta para o fato da sustentabilidade das contas públicas ser colocada pela “porta dos fundos” do debate a respeito da necessidade de uma política fiscal ativa. A posição central da sustentabilidade fiscal no regime se mantém e, ainda, de maneira mais intensa. Valemos-nos aqui das conversas particulares que mantivemos com o Prof. Francisco Lopreato sem, contudo, atribuir a ele responsabilidade por quaisquer inconsistências que cometermos.

déficit público para cerca de 9% do PIB em 2009 (FMI, 2010c). Segundo estimativas e projeções do FMI¹²⁷, a dívida pública nessas economias excederá 110% do PIB em 2014, bem acima da média de 80% prevalentes antes da crise de 2008. Na visão do Fundo, o resultado será dessa magnitude mesmo se as economias avançadas começarem a executar grandes ajustes fiscais nos próximos anos, pois reflete os déficits primários persistentes, os juros acumulados e o crescimento econômico modesto destes países (FMI, 2009c).

Além dessas questões, o FMI dispensa maior atenção às condições fiscais (presentes e futuras) nos países avançados porque, no geral, além dessas economias já estarem com posições fiscais relativamente mais fracas em 2007, antes do estouro da crise, seus níveis de déficits públicos aumentaram dramaticamente no ano de 2009 e ainda estão projetados para permanecerem acima dos níveis pré-crise pelos próximos quatro anos. No caso dos países emergentes, mesmo que muitos também tiveram um aumento significativo no déficit durante a crise, suas posições fiscais prévias eram relativamente melhores, principalmente porque muitos já vinham de longos períodos de ajuste fiscal¹²⁸ (FMI, 2009c; Ghosh *et alii*, 2009; Devereux, 2010).

A preocupação com o ajuste fiscal nos países que estão com altos níveis de dívida pública tornou-se intensa em 2010, mas mesmo no início da crise já existia o reconhecimento da necessidade de execução de estímulos fiscais no curto prazo que não comprometessem a sustentabilidade das contas públicas no médio e longo prazos^{129, 130}. De acordo com Freedman *et alii* (2009), o pré-requisito chave para um estímulo fiscal bem sucedido seria a implementação de medidas que não minassem a sustentabilidade da política fiscal de médio prazo. Já Cottarelli e Viñals (2009) afirmam que, mesmo sendo o pico da crise um período não propício para a suspensão dos estímulos, já seria tempo de se desenhar estratégias que governos e bancos centrais pudessem adotar para retornar suas posições orçamentárias e monetárias de volta à normalidade. Neste sentido, a consolidação fiscal voltou com força no debate das contas públicas (principalmente dos países avançados) no período recente. São dois os principais argumentos levantados na discussão.

¹²⁷ Ver FMI (2009c, 2010c, 2010d).

¹²⁸ Para uma visão crítica a respeito das contas públicas dos países emergentes, ver Vladkova-Hollar e Zettelmeyer (2008).

¹²⁹ Spilimbergo *et alii* (2008) já afirmavam que o grande desafio da superação da crise era o de conciliar a necessidade das medidas fiscais de grande magnitude, contingentes ao estado corrente da economia, com a sustentabilidade fiscal, necessária para garantir seu estado futuro.

¹³⁰ Cottarelli e Viñals (2009) apresentam uma estratégia para renormalizar a situação fiscal e monetária dos países avançados. Já Giavazzi (2010), apesar de oferecerem opções de saída para todos os países que adotaram política fiscal e monetária de maneira mais ativa, reconhece que dentre eles estão poucos países emergentes. Ver também Bornhorst *et alii* (2010) para a posição dos países do G-20 no que cabe à suas estratégias de saída da situação fiscal deixada pela crise.

No argumento convencional, afirma-se que as altas dívidas públicas vão pressionar as taxas de juros de longo prazo enquanto a recuperação se sustenta, levando ao “*crowding out*” do investimento privado, reduzindo o crescimento e, para o caso das economias emergentes, levantando questões com relação à sua soberania; além de potencialmente aumentar as projeções para a inflação (FMI, 2009c; Devereux, 2010). Os problemas fiscais ainda podem se agravar se aos déficits ocasionados pelo socorro à crise, se adicionarem os problemas latentes das economias avançadas, como os relacionados à seguridade social, à saúde e às aposentadorias para uma população que está envelhecendo (Freedman *et alii*, 2009; Aizenman e Jinjarak, 2010; Claessens *et alii*, 2010; FMI, 2010d).

Entretanto, um argumento “menos convencional” em favor do ajuste fiscal ganhou força com o episódio da crise e está sendo usado com a mesma importância da defesa tradicional da sustentabilidade das contas públicas para a garantia da sustentabilidade sistêmica. Trata-se da necessidade do ajuste das contas públicas para a geração de um espaço fiscal que permita aos governos incorrerem em grandes déficits públicos quando preciso. Como Claessens *et alii* (2010, p. 19) nos mostram:

...the lesson from the crisis is clearly that target debt levels may need to be lower, or at least the fiscal spaces need to be higher, than those observed before the crisis. The policy implication for the next decade is that, should economic growth recover rapidly, this should be taken as an opportunity to reduce debt/GDP ratios substantially, rather than to finance expenditures increases or tax cuts.

O apelo se justifica porque os países que enfrentaram a crise com maior espaço fiscal tiveram melhor desempenho do que aqueles que possuíam altos níveis de dívida pública e dificuldades de financiamento (Blanchard *et alii*, 2010; Eichengreen, 2010). Mas, como o espaço fiscal reduzido não restringiu a execução de grandes pacotes fiscais de estímulo econômico, a preocupação com os altos níveis de endividamento público se tornou ainda mais incisiva.

De acordo com FMI (2010b), a política fiscal implementada nos países analisados em seu modelo, de maneira geral, já está mudando seu foco do apoio à demanda agregada para se concentrar na redução dos grandes déficits públicos, requeridos em socorro da crise. Nos países emergentes e de baixa renda, a relação dívida/PIB está em declínio, principalmente pelas

melhoras nas condições cíclicas¹³¹. Já nos avançados, a dívida pública ainda está crescendo de maneira rápida e os riscos fiscais se mantêm elevados, tornado os apelos para a determinação, anúncio e execução de um programa de saída de situação fiscal crítica mais urgente nessas economias em especial¹³². As projeções do Fundo indicam que o aperto das contas públicas deve se tornar amplo e dirigido pelo corte das medidas discricionárias tanto nos países emergentes quanto nos avançados já no ano de 2011¹³³.

Entretanto, a atual defesa do ajuste fiscal, tanto pelos teóricos quanto pelo FMI, também tem levado em consideração que deve haver um equilíbrio apropriado entre as preocupações do mercado quanto à sustentabilidade das contas públicas e as retiradas abruptas dos incentivos, que possam comprometer a recuperação econômica (que ainda está nascente)¹³⁴. Há o reconhecimento de que o *timing* apropriado para o ajuste difere entre as economias, dependendo da força da recuperação, dos desequilíbrios externos, dos próprios níveis de dívida pública e do resultado primário; bem como de uma série de outras variáveis que possam afetar o julgamento do mercado (FMI, 2010c). Além disso, a evidência histórica mostra que o arrocho fiscal executado imediatamente após um grande estímulo compromete o crescimento e pode piorar ainda mais a situação econômica, pois sempre reduz o produto e aumenta o desemprego no curto prazo¹³⁵ (Auerbach e Gale, 2009a; FMI, 2010d). Outro agravante é que, se as taxas de juros estão próximas de zero, o banco central fica impossibilitado de facilitar a pressão do ajuste fiscal através de reduções nos juros, deixando esses efeitos negativos ainda maiores.

Mas, ao mesmo tempo, argumenta-se que a ausência de ajuste fiscal também pode ter impacto negativo no crescimento econômico, uma vez que, no ambiente macroeconômico global corrente, existe um aumento na preocupação do mercado com relação à persistência dos déficits fiscais e à conseqüente sustentabilidade da dívida pública. Segundo FMI (2010b), é possível que o mercado perca a confiança na disposição do governo em honrar as obrigações adquiridas na

¹³¹ Crescimento econômico, aumento no preço das commodities, reestruturação da demanda interna entre outros.

¹³² De acordo com FMI (2010b), as diferenças na velocidade de ajuste se devem aos níveis iniciais de dívida dos países e das pressões do mercado. Enquanto nos emergentes a projeção para a dívida é de declínio, nos avançados, em 2011, se espera que as dívidas aumentem em 29 pontos percentuais do PIB acima do nível anterior à crise.

¹³³ A Alemanha é um dos países que já estão implementando cortes nas medidas discricionárias usadas na crise (FMI, 2010c).

¹³⁴ Ver, por exemplo, os alertas sobre os riscos globais que Wolf (2010) faz sobre o aperto fiscal precoce.

¹³⁵ Auerbach e Gale (2009a) analisam a Grande Depressão e a crise do Japão nos anos 1990. Em ambos os casos a recuperação econômica foi interrompida por medidas prematuras. Para os autores, o grande ensinamento da Grande Depressão é que o arrocho subsequente ao estímulo fiscal piorou ainda mais a crise. Dessa forma, a preocupação com a sustentabilidade das contas públicas, através dos ajustes fiscais deve ser vista com precaução, para não comprometer o crescimento econômico. Assim é preciso tomar muito cuidado ao se projetarem os quadros fiscais futuros para não fazer um ajuste prematuro que possa restringir os estímulos e colocar a economia em recessão novamente.

crise e reagir de maneira abrupta, provocando nova crise financeira ¹³⁶. Além dessas preocupações, existe o argumento de que a elevação da dívida pública comprometerá o crescimento. As estimativas presentes em Kumar e Woo (2010) indicam que um aumento de 10 pontos percentuais na dívida pública reduziria o crescimento do produto potencial anual em 0,15 pontos nas economias avançadas, uma quantia não trivial entre países que já estão com o produto potencial em níveis muito baixos ¹³⁷.

Entretanto, a consideração mais interessante com relação à diminuição da dívida pública ainda se refere à constatação de que o espaço fiscal prévio é necessário para a possibilidade de ações fiscais discricionárias no futuro:

...the sustainability of the eventual debt burden constrains the scope of expansionary fiscal policy, and it will not be possible to support demand for an extended period in economies that have entered recession with weak fiscal balances and large levels of public debt (FMI, 2009b, p. 132).

Assim, a defesa corrente da consolidação fiscal passa pela definição de um caminho ideal para o ajuste das contas públicas: os formuladores de políticas devem evitar sua execução a qualquer custo no momento atual (em que a economia ainda se recupera), mas devem demonstrar o compromisso em fazê-lo no futuro ¹³⁸. Para que isso seja possível, o argumento é que algumas medidas imediatas, como o fortalecimento das instituições fiscais e as propostas para a reforma ou reestruturação dos sistemas públicos de saúde e seguridade social, devem ser tomadas para demonstrar comprometimento com as condições futuras das contas públicas. Defende-se que, pela maneira por meio da qual essas medidas elevam a confiança dos agentes e aumentam as expectativas de renda no futuro, elas conseguem apoiar a atividade durante o processo de ajuste, mitigando os efeitos negativos da consolidação fiscal no curto prazo (FMI, 2010b).

O que podemos perceber no debate a respeito da consolidação fiscal atual é uma mistura entre o argumento convencional do *mainstream* para a garantia da sustentabilidade das

¹³⁶ De acordo com Eichengreen (2010), os governos evitaram um colapso em 2007-2009 postergando as bases para o colapso em 2010, quando os investidores acordaram para os problemas fiscais de sustentabilidade de dívida, forçando a redução fiscal para os governos agora perigosamente endividados. Como vimos em nota anterior, Eichengreen (2010) afirma que os formuladores de políticas transformaram um problema de sustentabilidade privada em público. Ver também Auerbach e Gale (2009b; 2009c) e Everaert *et alii* (2009).

¹³⁷ Ver também FMI (2010b, p. 11 *box* 1.2).

¹³⁸ Para FMI (2009c, p. xvi): “*The premature withdrawal of stimulus seems the greater risk in the near term, but developing the medium-term macroeconomic strategy beyond the crisis is key to maintaining confidence in fiscal solvency and for price and financial stability.*”

contas públicas no longo prazo, que pode permitir a sustentabilidade sistêmica e o crescimento econômico, com outro argumento, de peso renovado, com relação à geração de um espaço fiscal necessário para que se possa incorrer em medidas discricionárias quando a economia precisar. Em FMI (2010b) a proposta é clara no sentido de se encontrar um grau de equilíbrio entre a disciplina fiscal e a flexibilidade necessária para agir de maneira discricionária quando necessário. Essa proposta é bem diferente da defesa tradicional das regras para a condução da política fiscal de maneira intertemporal. Com o episódio da crise, a preocupação com relação às contas públicas, além da sustentabilidade, também se relaciona à necessidade da política agir de maneira discricionária, mesmo que eventualmente.

A mudança de postura do *mainstream* pode ser encarada então como “bem comportada”, uma vez que permite a defesa do ajuste fiscal mais significativo nas situações normais (redução da dívida pública) sob o argumento de que o comprometimento das contas públicas (aumento na dívida) pode ser necessário nas situações de exceção.

Considerações Finais

A crise financeira iniciada em 2008 não só causou turbulência na economia global como também estremeceu alguns dos pilares da teoria *mainstream* atual. Diversas são as formas de enxergar como o episódio teve impactos no desenvolvimento teórico do Novo Consenso em Macroeconomia. Neste capítulo, mostramos que o consenso que há tempos se forma em torno da política monetária como principal ferramenta de ajuste macroeconômico não se sustenta frente à magnitude do impacto da crise sobre a economia. Ao mesmo tempo, e como consequência da falha da política monetária em lidar com o episódio, os teóricos e formuladores de políticas se voltaram, quase em coro uníssono, à defesa (com certa urgência) da implementação de medidas fiscais no intuito de restabelecer a demanda, conter a deflação e garantir a confiança sistêmica para, além de evitar maiores quedas no produto, guiar o caminho da recuperação econômica.

Como Claessens *et alii* (2010) ressaltam, a crise não foi engatilhada estritamente pelas políticas macroeconômicas que vinham sendo adotadas até então. Entretanto, os desdobramentos da crise expuseram a todos – e principalmente aos seus defensores – as falhas das políticas pré-crise, forçando os formuladores de políticas e os próprios teóricos a buscarem alternativas durante o episódio e a pensarem numa nova estrutura para as políticas macroeconômicas para o pós-crise.

No âmbito da política monetária, ficou evidente que o ajuste no preço de referência da economia, de acordo com uma regra pré-estabelecida, não é eficiente. Quando, por diversos motivos, a taxa de juros se encontra no seu limite inferior de movimento, é preciso encontrar outras formas de influenciar a economia através dessa política. Na crise, quando o problema de liquidez no sistema se apresentou, os bancos centrais ao redor do mundo usaram políticas monetárias não-convencionais para tentar restabelecer o mecanismo de transmissão do crédito num sistema financeiro desestruturado. Quando o problema passou a ser o de solvência, as políticas alternativas agiram diretamente nos mercados e nas instituições debilitadas, tornando bancos centrais e governos os principais negociadores e “acionistas” no mercado privado.

Quando, mesmo com a série de medidas não convencionais a política monetária não conseguiu enfrentar a magnitude dos problemas sistêmicos, a política fiscal voltou à tona no debate. Como vimos no capítulo, o longo período em que esta política ficou em segundo plano enquanto ferramenta de estabilização econômica foi rapidamente deixado de lado frente às necessidades reais de ajuda à política monetária e socorro à queda na atividade, para evitar transtornos maiores na economia, como, por exemplo, os da magnitude da Grande Depressão dos anos 1930.

O chamado e a execução de uma política fiscal ativa, em si, já são um sinal de mudança na visão do *mainstream* atual. Quando pensamos que a única forma de atuação da política fiscal para o Novo Consenso dizia respeito à garantia dos fundamentos da economia por meio da sustentabilidade das contas públicas ou, quando a esse papel atribuíam-se regras pré-determinadas para a forma de agir das autoridades fiscais, o ativismo discricionário requerido e de fato executado durante a crise foi, em grande medida, imprevisto. Não porque as condições macroeconômicas não o requeressem, mas porque a teoria dominante não acreditava que (i) a economia pudesse atingir esse nível de dificuldade e (ii) que o socorro devesse vir na sua maior parte de uma política fiscal ativa. Como o próprio Alan Greenspan reconheceu, a fé na capacidade de (auto)ajuste e (auto)regulação do mercado e a crença desmedida no poder da política monetária em lidar com as situações adversas levaram os teóricos e formuladores de políticas do *mainstream* a uma cegueira político-ideológica, incapaz de reconhecer os desequilíbrios que se formavam e o poder efetivo dos instrumentos que defendiam ser os suficientes para o ajuste sistêmico.

Não só o chamado e a execução da política fiscal discricionária são fatores de visualização de uma mudança no Novo Consenso, como a diversidade de trabalhos e discussões que surgiram a partir do episódio da crise comprova o papel renovado que essa política assumiu no debate atual. Como mostramos nos dois capítulos anteriores deste trabalho, a ausência de uma discussão a respeito da política fiscal era evidenciada pela relativa escassez de trabalhos que abordassem de maneira consistente a questão. Como a política monetária era “a” política de ajuste macroeconômico, a discussão em torno da política fiscal se restringia às considerações sobre a sustentabilidade intertemporal das contas públicas. No âmbito da influência sobre o produto e inflação e, conseqüentemente sobre o desenho da política para a estabilização dos seus níveis, a política fiscal era vista como variável exógena no modelo.

Com a crise, entretanto, essa situação se alterou: o debate em torno das medidas fiscais se intensificou e, em grande medida justificado pela ausência de discussões sistematizadas previamente, tornou-se caótico em alguns pontos. As três principais questões levantadas no debate atual do *mainstream* a respeito da política fiscal foram abordadas neste capítulo. Talvez ainda por uma série de limitações teóricas com relação às diversas possibilidades de abordagem da política, a discussão se pautou pela determinação dos valores dos multiplicadores fiscais, da reformulação dos estabilizadores automáticos e de uma consideração renovada com relação à sustentabilidade das contas públicas.

O debate sobre os multiplicadores fiscais é a área de maior conflito na discussão atual. Guiados pelo anseio de determinar qual medida fiscal se coloca como a mais eficiente frente às necessidades de controle da queda na atividade e de incentivo à recuperação, os trabalhos se esforçam em medir os possíveis impactos de alterações na composição dos estímulos fiscais e no próprio déficit público frente a uma diversidade de cenários correntes e/ou futuros. Levando em consideração metodologias diferentes e evidências históricas com recortes diversos, pouco se concluiu em comum para as propostas de políticas. Como Blanchard (2011a) afirma, os debates sobre o tamanho e até mesmo o sinal dos multiplicadores associados a diferentes medidas fiscais deixaram claro quão pouco trabalho tem sido feito sobre a política fiscal e quanto ainda é preciso avançar nesse caminho. Algumas tentativas de “padronizar” a discussão foram feitas, em primeiro lugar, através do uso dos modelos DSGE novo-keynesianos, colocando a discussão sobre o mesmo ferramental teórico. Em segundo lugar, dentro deste modelo, alguns autores passaram a levar em consideração suposições “mais realistas” sobre a dinâmica econômica e o

comportamento dos agentes – como o abandono da hipótese da equivalência ricardiana e a limitação do horizonte de decisão dos agentes – mesmo que essas considerações sejam usadas apenas para o contexto da armadilha de liquidez (ou “*zero interest rate bound*”, como se convencionou chamar atualmente). Entretanto, apesar da tentativa de reduzir as divergências com relação à determinação dos multiplicadores fiscais, o esforço, em si, é insuficiente para lidar com o desafio do estabelecimento de um consenso a respeito de quais e em que direção as medidas fiscais devem ser tomadas quando necessárias no futuro.

Neste sentido, a discussão também se pautou por aquele tema de política fiscal que tem sido o de maior convergência no *mainstream* quando se trata de ajuste macroeconômico. O fortalecimento dos estabilizadores automáticos ganhou uma defesa renovada com o episódio da crise e, aqui, outra mudança importante na visão do Novo Consenso fica evidente. Por um lado, os estabilizadores automáticos convencionais foram insuficientes para lidar com a queda no produto e com os demais problemas na economia real dele resultante (aumento no desemprego, aumento na busca por atendimento na rede pública de saúde, aumento nas famílias necessitadas de auxílios etc.). Em outros termos, a resposta automática, pré-estabelecida e reconhecida como que uma regra padrão para o movimento nas contas públicas foi incapaz de lidar com a magnitude do problema a ela destinado. Por outro lado, a relativa eficiência da execução de medidas discricionárias mostrou a importância de se utilizar instrumentos além dos pré-determinados pela variação no nível de atividade para lidar com choques cuja magnitude supera o previsível e contornável pelas medidas automáticas. Assim, como mostramos, os argumentos em favor da reestruturação dos estabilizadores fiscais automáticos partiram no sentido de criar medidas que fundissem a automação requerida para as repostas fiscais com a discricionariedade necessária quando grandes choques se fazem presentes. A defesa de um estabilizador “semi-automático”, cujo funcionamento depende do acionamento de algum “gatilho” pré-determinado pelas condições econômicas foi praticamente consensual nesse sentido. Para os defensores deste tipo de estabilizador, tanto a regra para a condução das políticas quanto o conhecimento prévio das medidas, requeridos pelo mercado e defendidos como necessários pelo atual *mainstream*, são mantidos na proposta. Além disso, abre-se também a possibilidade para a ação discricionária; o reconhecimento da necessidade e da importância desta última foi possibilitado pela crise recente. É, portanto, principalmente sobre esse reconhecimento que reside nossa consideração sobre a mudança de posicionamento dos autores do Novo Consenso. A mudança é ainda marginal

quando pensamos em todo o arcabouço teórico do *mainstream* atual, mas, da maneira como os argumentos são apresentados, representa um avanço significativo em favor de uma política fiscal mais ativa.

Por fim, a última questão sobre a qual os trabalhos em torno da política fiscal têm se debruçado recentemente diz respeito à velha e constante preocupação com a sustentabilidade das contas públicas. Mostramos nesse capítulo que, ao mesmo tempo em que as medidas discricionárias foram extremamente importantes para lidar com a crise e para fomentar a recuperação econômica, também contribuíram para a deterioração do resultado fiscal e conseqüente aumento na dívida pública. O comprometimento das contas públicas por causa da crise – pelo seu efeito direto, através da queda no produto e pelos efeitos dos estímulos fiscais conseqüentes, em socorro da economia – revigorou a defesa do ajuste fiscal, principalmente nas economias que mais se fragilizaram com o episódio, as economias avançadas. A consolidação fiscal que há tempos tem sido feita em grande parte das economias emergentes, cujo resultado pode ser visto pela redução da dívida pública nesses países, configurou-se como uma espécie de proteção à deterioração expressiva das contas públicas pelas necessidades inerentes à crise. Não nos abstendo do reconhecimento da magnitude em que a crise afetou cada país em particular, argumentamos que a literatura aqui estudada mostrou que aqueles que possuíam espaço fiscal considerável conseguiram lidar com as dificuldades impostas pela crise com um comprometimento da situação fiscal menor do que aqueles que não possuíam tal espaço.

Assim, a discussão atual sobre a sustentabilidade das contas públicas também serviu como evidência de uma mudança na visão do *mainstream* atual. No nosso entendimento, ao mesmo tempo em que se mantém o argumento tradicional em favor da sustentabilidade fiscal como pilar da sustentabilidade macroeconômica, outro argumento para a necessidade de ajuste das contas públicas se desenvolve em paralelo. Este diz respeito à consolidação fiscal como forma de gerar e garantir um espaço fiscal que seja suficiente para lidar com períodos de exceção sem que haja comprometimento excessivo das contas públicas. Pelo que podemos notar, da mesma maneira que no caso dos estabilizadores “semi-automáticos”, a mudança na postura do Novo Consenso é tênue nos termos da teoria *mainstream* como um todo, mas mesmo assim ainda é expressiva quando comparada à sua visão teórica sobre a política fiscal. O argumento é que na defesa atual, o ajuste fiscal também é visto como uma maneira de garantir espaço para que políticas discricionárias sejam feitas no futuro. Como a situação fiscal não impediu a ação

discrecional dos países que precisaram agir dessa maneira, a justificativa atual do *mainstream* é que essas políticas possam ser executadas novamente no futuro, mas com maior flexibilidade para tal, de maneira a não comprometer a sustentabilidade intertemporal das contas públicas. O maior espaço fiscal conseguido na fase de ascensão do ciclo garante, em princípio, a maior capacidade de resposta às quedas, no entendimento atual, justificando o ajuste fiscal numa fase posterior à da recuperação econômica. Aliás, essa é outra alteração na visão sobre a consolidação das contas públicas: os autores passam a reconhecer de maneira mais evidente que o ajuste não deve vir a todo custo, uma vez que se devem respeitar as características específicas de cada país, tanto no que concerne às diferenças de tempo necessário para completá-lo quanto às metas a serem atingidas, para que a recuperação econômica não fique comprometida. Essa mudança de postura dos autores do *mainstream* não exclui, contudo, as possíveis críticas com relação ao fato de que, para esses pensadores, a política fiscal pode ser ativa *apenas* em períodos de exceção (nas crises) e *se* fundamentada no ajuste fiscal (*a priori*, como fruto da “política de redução da dívida pública”, ou *a posteriori*, na recuperação econômica).

Dessa forma, ao analisarmos os chamados e a execução da política fiscal, bem como ao apresentarmos o debate que se levantou em torno da questão, foi possível evidenciar em que pontos e em que medida o Novo Consenso em Macroeconomia teve sua visão alterada frente ao episódio da crise. No que cabe à política fiscal enquanto ferramenta de estabilização econômica, mesmo que as alterações sejam marginais, já representam, em si, avanços no reconhecimento da importância de medidas mais ativas para essa política. O quanto esse reconhecimento vai significar em termos de mudança na estrutura da teoria *mainstream* ainda depende dos acontecimentos que estão por vir, por decorrência das medidas adotadas durante a crise e/ou pela maneira como as condições macroeconômicas serão restabelecidas no futuro próximo. Considerações adicionais neste sentido serão apresentadas nas considerações finais deste trabalho.

IV - Considerações finais e algumas perspectivas

Nosso objetivo com relação a esse trabalho foi duplo: mostrar a convergência no pensamento macroeconômico *mainstream* atual, refletido principalmente no consenso em termos da condução da política macroeconômica; e analisar em que medida a crise econômica iniciada nos mercados financeiros em 2008 teve impactos sobre as estruturas desse consenso. Neste segundo objetivo, o foco foi na maneira pela qual o Novo Consenso, a partir desta experiência de crise, passa a enxergar o papel da política fiscal enquanto ferramenta de ajuste macroeconômico. O destaque para a política fiscal se justifica pelo fato de que, após anos de favorecimento da política monetária enquanto única ferramenta de ajuste da demanda e estabilização do produto, a economia só evitou uma depressão profunda do produto após o socorro vindo das medidas fiscais discricionárias, apoiadas tanto pelos formuladores de políticas quanto pela teoria dominante.

Para chegarmos aos desdobramentos da crise sobre o pensamento dominante, em primeiro lugar, demonstramos como o consenso entre as duas principais escolas de pensamento macroeconômico se desenvolveu. Após anos de debate acirrado entre Novos Clássicos e Novos Keynesianos, a metodologia de pesquisa e as conseqüentes propostas de políticas de ambas as partes passam a ocorrer sobre um arcabouço comum. A contribuição novo-clássica ao consenso se verifica pela utilização do pressuposto da otimização intertemporal dos agentes e pela hipótese das expectativas racionais nos modelos macroeconômicos dinâmicos. Já a perspectiva novo-keynesiana fornece as “fricções da economia real”, através da incorporação dos pressupostos de concorrência imperfeita e das rigidezes de preços e salários na modelagem, que torna oneroso o processo de ajuste econômico.

Desse arcabouço, como pudemos demonstrar, se desenvolvem os principais elementos que caracterizam a convergência de pensamento da Nova Síntese Neoclássica. Em termos metodológicos, o uso de modelos estruturais de equilíbrio geral intertemporal, que possam ser validados econometricamente e que tenham as expectativas dos agentes determinadas de maneira endógena, passam ser a prática dominante. Além disso, é amplamente aceito na modelagem que os distúrbios reais são uma fonte importante para a determinação das flutuações econômicas. Em termos normativos, o consenso é em torno da política monetária enquanto (única) ferramenta de ajuste macroeconômico. Como argumentamos ao longo do primeiro capítulo, essa é a principal expressão do consenso uma vez que, tanto pelas justificativas teóricas

quanto pelas evidências que as apoiaram, a condução da política macroeconômica tem sido pautada pela política monetária na forma do ajuste na taxa de juros de referência da economia.

O ajuste na taxa de juros ocorre para que se consiga alcançar os dois principais objetivos macroeconômicos: a estabilidade do produto e a estabilidade de preço. Esses objetivos são expressos num modelo padrão de três equações onde ocorrem as interações previstas pela Nova Síntese. A partir do modelo é possível verificar que, para esse grupo, a estabilidade depende do hiato de produto nulo (*curva IS*) e da inflação na sua meta (*curva de Phillips*), buscados através da variação da taxa de juros nominal de referência (*regra de Taylor*). Como mostramos, a principal forma de política macroeconômica para o Novo Consenso se baseia no uso da regra de Taylor.

Ao mesmo tempo em que ocorre a convergência de pensamento em favor da política monetária enquanto ferramenta de estabilização econômica, argumentamos que, em paralelo, a política fiscal tem seu papel rebaixado. Por razões de natureza teórica, histórica, política e ideológica formou-se o consenso de que a política fiscal é ineficiente na atuação direta sobre a demanda agregada. Argumentos como o da equivalência ricardiana, os diversos tipos de “*crowding out*” que o aumento nos gastos públicos pode causar, bem como os “*lags*” inerentes à implementação da política fiscal, somados à crise dos anos 1970 e a convicção ideológica em favor da política monetária, justificavam tal preterimento para os autores da Nova Síntese. No *mainstream*, desenvolveu-se a idéia de que o único papel cabível à política fiscal consiste em garantir os “fundamentos” da economia, que sustentam a estabilidade sistêmica. Para isso, a política deve se pautar por medidas que garantam a sustentabilidade das contas públicas e que, por conseqüência, mantenham a relação dívida/PIB estável. O ajuste macroeconômico “direto” é deixado para a política monetária, e a política fiscal fica em segundo plano para o Novo Consenso.

Entretanto, mesmo que a política monetária seja “a” política de estabilização econômica, seu desempenho depende, como mostramos, de interações específicas com a política fiscal. Nesse sentido, a teoria *mainstream* passou a desenvolver a discussão a respeito das maneiras pelas quais essas interações devem ocorrer, tanto para que a política monetária seja eficiente, quanto para que, como conseqüência, os objetivos de estabilidade de preços e produto sejam alcançados. Recorrendo aos conceitos da Teoria dos Jogos, trazidos da microeconomia, os trabalhos apontam que apenas em situações em que a autoridade fiscal age em acordo com a

autoridade monetária, ou segundo os objetivos da política monetária, é possível atingir os objetivos macroeconômicos através da ação desta política. Dessa forma, apresentamos de maneira mais detalhada o caso em que há Dominância Fiscal e as possibilidades levantadas pela Teoria Fiscal do Nível de Preços, dado o potencial, apresentado nessas teorias, que a política fiscal tem de agir contra os objetivos da política monetária.

Como a estabilidade do sistema depende, no limite, do comportamento fiscal, usamos esse argumento para afirmar que, mesmo que a política fiscal se encontre numa posição subordinada com relação à política monetária enquanto ferramenta de estabilização econômica, seu papel é central no modelo do Novo Consenso. Ao manter a sustentabilidade das contas públicas, a política fiscal garante a estabilidade da dívida e fornece os fundamentos econômicos necessários tanto para a condução da política monetária quanto para a tomada de decisões dos agentes privados.

Também argumentamos que, a despeito da forma pela qual a política fiscal é conduzida, existem situações em que a política monetária é ineficiente em influenciar a economia através do ajuste na taxa de juros. Dentre essas situações, levantamos o caso da “*zero interest rate bound*”, onde a taxa de juros é nula ou atinge um limite mínimo além do qual sua redução, ao invés de fomentar a demanda agregada, não tem efeitos sobre a economia. A argumentação recente a esse respeito leva em consideração o fato de que, somada à taxa no seu limite mínimo, existe uma expectativa de deflação na economia. Nessas ocasiões, como o efeito Fisher nos mostra, a expectativa de queda nos preços aumentam as taxas de juros reais, reduzindo os gastos a ela sensíveis.

Como mostramos ao longo do segundo capítulo, a teoria *mainstream* foi capaz de reconhecer esses episódios e argumentar que, nessas situações de exceção, ainda cabe algum papel ativo para a política fiscal no ajuste macroeconômico. Os principais exemplos utilizados nessa onda recente em favor da política fiscal foram o caso da economia japonesa, no final da década de 1990, e o estouro da crise “pontocom” nos EUA, no início dos anos 2000. Mesmo que em ambos os casos o gasto público tenha sido o principal elemento da recuperação econômica, o reconhecimento da necessidade de utilização da política fiscal não significou, contudo, a defesa significativa de políticas de atuação direta na demanda agregada. A maior parte dos trabalhos que se propuseram a analisar o papel da política fiscal nesses contextos argumentou em favor de uma

política fiscal que agisse sobre as expectativas dos agentes, por meio da variação na tributação, ou por meio do desenvolvimento de regras para atuação da política.

Junto à defesa das regras na condução da política, se coloca a importância dos estabilizadores automáticos para os autores do Novo Consenso. No nosso entendimento esse é o instrumento fiscal de estabilização que mais atende aos anseios da teoria *mainstream*: por um lado, operam como uma regra, pré-estabelecida, para a execução da política; por outro lado, agem de maneira contra-cíclica sobre o déficit público, funcionando como os autores esperam que uma política fiscal ativa aja.

Dessa forma, fomos capazes de afirmar que, na onda recente de argumentos em favor da política fiscal ativa para o Novo Consenso, o movimento é dúbio. Ao mesmo tempo em que representa uma mudança de discurso, através do reconhecimento das situações em que a política monetária não é capaz de lidar com a dupla função de estabilizar produto e inflação, os chamados em favor da política fiscal, como alternativa, carregam elementos básicos da visão da Nova Síntese Neoclássica: influência sobre as expectativas dos agentes e estabelecimento de regras para atuação da política.

Os avanços no sentido de maior reconhecimento da importância da política fiscal enquanto ferramenta “direta” de estabilização econômica, bem como o repensar da política monetária na forma de ajuste da taxa de juros, vieram, na nossa visão, com o estouro da crise financeira de 2008 e com suas conseqüências sobre a economia real. Com o episódio da crise, as estruturas do pensamento *mainstream* sofreram fortes críticas e a política macroeconômica começou a ser repensada de maneira ampla.

A crise mostrou que a crença desmedida na capacidade de auto-regulação e auto-ajuste do mercado não é fundamentada e que, se este for deixado à sua própria lógica, é capaz de gerar grande instabilidade. No nosso entendimento, a defesa dos mecanismos de ajuste do mercado é uma falácia construída a partir do hermetismo de modelos que hipnotizaram os autores do *mainstream* em seu próprio mundo e que fizeram com que estes se esquecessem da diferença entre a precisão do mundo da modelagem e o mundo real propriamente dito. O estouro da bolha dos mercados “*subprime*” evidenciou que as buscas por objetivos individuais, egoístas e imediatistas provocaram a instabilidade sistêmica e levaram a perdas coletivas em termos de produto, emprego e bem estar. Ao mesmo tempo, apesar dos teóricos do Novo Consenso ainda não reconhecerem, o episódio provou a incapacidade de maximização intertemporal das ações

por parte dos agentes – o que questiona profundamente, no nosso entendimento, a hipótese teórica das expectativas racionais.

No que cabe às políticas, a instabilidade gerada pelos desdobramentos da quebra no mercado financeiro provou também que o principal fruto do consenso em macroeconomia, defendido e representado no seu modelo padrão, não se sustenta em todas as situações: a política de ajuste nas taxas de juros de referência é um instrumento insuficiente para a estabilização do sistema como um todo. Na incapacidade de usar a política monetária para ajustar a economia, que caminhava para a recessão severa, a política fiscal volta ao debate e é corroborada tanto pelos formuladores de políticas quanto pelos teóricos da visão dominante, que há muito desacreditavam no seu papel estabilizador.

Depois de muito tempo sendo considerada a “*neglected child of the policy family*” a política fiscal teve seu “*Sleeping Beauty moment*”¹ durante a crise, uma vez que seus instrumentos voltaram com força para impulsionar a demanda agregada e evitar que o mundo sofresse com uma queda livre na atividade econômica. O retorno é, entretanto, em muitos sentidos, caótico. Em primeiro lugar, como mostramos, pela ausência de tempo hábil para a discussão das medidas a serem tomadas e a execução dos pacotes fiscais em si, dada a urgência de sua implementação. Em segundo lugar, pela lacuna existente no *mainstream* a respeito de uma discussão teórica (consistente) de política fiscal, resultado de anos de desenvolvimento do consenso sobre a política monetária. Em terceiro lugar, pela junção das duas frentes anteriores, evidenciadas pela diversidade de medidas adotadas – às pressas – ao redor do mundo, simultaneamente ao desenvolvimento da discussão, tanto pelo levantamento das possibilidades para a política, quanto pelas análises da eficiência de cada ação fiscal discricionária executada. Por fim, esse retorno da política fiscal ao debate, queiram os mais críticos, configura-se apenas como uma “aparição” do tema na discussão do Novo Consenso, uma vez que o movimento recente em favor das ações fiscais discricionárias não tem o peso da discussão a respeito do ativismo da política encontrado na (velha) Síntese Neoclássica e, tampouco, tem alguma relação com os preceitos da Teoria Geral.

Apesar da confusão com relação à discussão da política fiscal no *mainstream*, e do debate ainda estar numa fase inicial, pudemos mostrar as três principais áreas em que ele ocorre. Argumentamos que, no que cabe aos multiplicadores fiscais, a visão teórica dominante acredita

¹Strauss-Kahn (2011), ênfase no original.

que muito trabalho ainda precisa ser feito, tanto para afunilar os “parâmetros” de onde se parte a discussão, quanto para avançar no sentido de quais e em que direções as medidas fiscais devem ser tomadas. O consenso que existe é de que os modelos a serem usados devem ser os DSGE novo-keynesianos.

No caso dos estabilizadores fiscais automáticos, mostramos que a convergência no pensamento ocorre de maneira mais forte, em favor de uma sorte de mecanismos que garantam a automação da resposta fiscal discricionária, para ser usada no futuro, quando necessário. O desenvolvimento de estabilizadores “semi-automáticos” parece aliar a preocupação com o estabelecimento de regras previsíveis para a execução de políticas, tanto defendidas pelas escolas formadoras do Novo Consenso, com a necessidade do apoio de medidas discricionárias, as quais a crise atual mostrou ser essenciais. Isso representa um avanço, no nosso entendimento, dentro de um arcabouço teórico que sempre teve ojeriza por ações fiscais discricionárias.

No que concerne à sustentabilidade das contas públicas, questão que sempre representou “o” papel da política fiscal para o Novo Consenso, a discussão também se renovou. Além da manutenção das considerações convencionais do *mainstream* sobre a importância das finanças públicas “*sound*” na garantia da estabilidade do sistema, o argumento recente em favor da consolidação fiscal – após a deterioração causada pela crise – se baseia na construção de um espaço fiscal que seja suficiente para a execução de estímulos discricionários no futuro, sem o comprometimento demasiado das contas públicas. É consenso atual também que o ajuste fiscal não deve ocorrer a todo custo e imediatamente após as medidas adotadas; devem-se levar em consideração as características específicas de cada país bem como o tempo necessário para a adoção do ajuste, no intuito de não comprometer a recuperação econômica.

Uma posição (ainda mais) crítica enxerga nessa abertura a entrada para a defesa mais pesada do ajuste fiscal em períodos normais, o que seria um grande aprofundamento da visão convencional. Acreditamos que essa crítica é válida, mas não exclui o fato de que ações discricionárias da política fiscal passam a ser previstas pelo *mainstream*, numa posição bastante diferente daquela de que apenas a sustentabilidade das contas públicas seria condição para a estabilidade sistêmica. Mesmo que a Nova Síntese não apresente nesses termos, nossa interpretação é de que, nesse movimento recente, além da garantia dos “fundamentos macroeconômicos”, a autoridade fiscal também deve ter capacidade de atuação direta na

economia, em resposta às conseqüências das decisões tomadas pelos agentes que não condizem com o (suposto) comportamento maximizador.

Dessa forma, nesse período inicial da discussão, o papel estrutural da política fiscal no Novo Consenso não muda, mas a ele são adicionados elementos até então amplamente desconsiderados pelos autores desse grupo, ainda que isso seja feito com muitas limitações. A principal delas é que se reconhece um papel ativo para a política apenas em situações extremas. A defesa tanto dos estabilizadores “semi-automáticos” quanto do espaço fiscal para ação de medidas discricionárias ocorre para criar condições de se lidar com ocasiões futuras de exceção (crises futuras) e não para o controle macroeconômico dinâmico ao longo do tempo. As discussões iniciais sobre a política fiscal no *mainstream* ainda não apontam para a retomada de um papel ativo na estabilização econômica similar ao que cabe à política monetária – mesmo que existam defesas do seu papel no fomento da demanda agregada até que a recuperação econômica se solidifique e mesmo que, teoricamente, não haja nenhuma razão indubitável que a prive desse papel, uma vez que, como vimos neste trabalho, ambas as políticas podem ser perfeitamente substituídas.

Outra limitação é que boa parte dos avanços na literatura *mainstream* se deram no sentido de “aprimorar” os modelos DSGE novo-keynesianos empregados nas análises. Os esforços estão em abrigar pressupostos “mais realistas” nesta modelagem como, por exemplo, a suspensão (temporária) da hipótese da equivalência ricardiana, a redução do horizonte sobre o qual os agentes baseiam suas decisões ou o reconhecimento da insuficiência da regra de Taylor em determinadas circunstâncias. Em outros termos, os modelos estão sendo modificados para abarcar situações como a da crise, numa estratégia de incorporação de “fricções adicionais do mundo real” à estrutura de modelagem – bem ao estilo novo-keynesiano.

Caballero (2010), escrevendo sob uma perspectiva do Novo Consenso, reconhece que os principais *insights* para o entendimento dos eventos mais significativos da crise vieram daqueles autores que ele denomina de “periferia do pensamento macroeconômico”, também responsável pelo fornecimento das bases para as políticas de contenção da crise. Essa periferia tem uma visão mais ampla a respeito da complexidade das interações macroeconômicas do que a do *mainstream*. A estratégia destes últimos, portanto, tem sido a de usar as contribuições da “periferia” para aprimorar seu modelo, o que, para Caballero (2010), não é uma opção frutífera no momento atual. Seu argumento é de que, mesmo que as duas visões possam se integrar com o

tempo, o *mainstream* (atual) tende a simplificar demasiadamente o funcionamento da economia para dar precisão ao modelo. Essa simplificação cria a ilusão, por exemplo, de que pequenos ajustes na estrutura da política padrão poderão prever crises futuras – o que está longe de ocorrer. Para o autor, o desafio do *mainstream* é abrigar as contribuições da “periferia” numa estrutura teórica que consiga entender o “todo” macroeconômico sem perder as relações essenciais das “partes constituintes”. Nesse sentido, por exemplo, o autor afirma que a passagem da “micro” para a “macro”, dos indivíduos para o sistema, tem sido feita de maneira muito direta e que devem ser realizados esforços no sentido de modelar as relações intermediárias.

Nosso ponto de vista, entretanto, partilha muito da posição crítica de Palley (2009) com relação a essa “integração” da abordagem da “periferia” pelos teóricos do *mainstream*. Segundo o autor, o Novo Consenso abriga “economistas-cuco”², que parasitam as idéias de outras escolas de pensamento reivindicando como já presentes no seu arcabouço. No nosso entendimento, assim como para Palley (2009), os que mais acertaram com relação à crise – desde sua gestação ao socorro econômico pós-estouro e conseqüente contágio sobre a economia real – foram os autores pós-keynesianos (W. Godley, G. Fontana, D. Papadimitriou, G. Hannsgen, P. Tcherneva, P. Arestis, M. Sawyer, R. Wray entre muitos outros), que são considerados “periferia” do pensamento segundo o conceito apresentado há pouco. Durante a crise, os teóricos do Novo Consenso deixaram evidente seu “comportamento de cuco”, pois apoiaram políticas fiscais discricionárias expansivas e reduções robustas na taxa de juros através da forte compressão de seus modelos teóricos para justificar tais ações³.

Partilhamos da posição de Palley (2009) também quando o autor afirma que, como o *mainstream* falhou em entender a fragilidade e a não-sustentabilidade do regime macroeconômico corrente, esta é uma grande oportunidade para o pensamento pós-keynesiano ganhar força no debate macroeconômico amplo. Na nossa visão, além de há muito prever o que poderia ocorrer na crise, essa corrente de pensamento econômico sempre forneceu uma justificativa teórica consistente para alternativas de política monetária e fiscal a serem empregadas em quaisquer contextos. O grande desafio, contudo, é o de esta visão (e de outras

² “*The cuckoo bird surreptitiously places its eggs in the nests of other birds, which then raise its young*” (Palley, 2009, p. 19).

³ “*This serves to create confusion, blur distinctions, and promote the claim that Keynesian ideas are already fully incorporated in mainstream economic thought and have nothing further to contribute. The practice of cuckoo economics is evident in the tendency of mainstream economists to recommend Keynesian policies in times of economic crisis.*” (ibid.)

críticas ao *mainstream*) ganhar(em) espaço na discussão enquanto o *mainstream* atual tenta enterrar suas falhas, reconstruir o modelo e ignorar o sucesso dos críticos⁴.

Além da “economia do cuco”, outros obstáculos impedem uma mudança significativa na teoria do Novo Consenso. Mesmo que o ambiente político esteja favorável ao desenvolvimento de idéias alternativas às do *mainstream*, como Palley (2009) afirma e como nós reconhecemos, existe ainda uma geração de formuladores de políticas, conselheiros econômicos, “*think tanks*” e mídia afim, que foram educados na “Era de Milton Friedman”, e que ainda impedem as mudanças significativas. A estrutura analítica dominante ainda se baseia, no limite, na dinâmica proposta pelo equilíbrio geral dos modelos neoclássicos.

Somado à opinião intelectual dominante enquanto entrave ao desenvolvimento de grandes mudanças no *mainstream*, está a “sociologia da profissão econômica”. Esse obstáculo opera no sentido de excluir ou ignorar pontos de vista alternativos dentro do “centro” das discussões. A prática, como Palley (2009) nos esclarece, baseia-se no apelo ao mito de que a economia deve ser “cientificamente testada”, através da utilização de modelos precisos (e específicos, muitas vezes – como no caso dos modelos DSGE, por exemplo). O problema sociológico profundo neste caso é que a academia econômica é um clube em que os membros existentes escolhem os novos membros. Atualmente, o clube só elege os que se submetem ao paradigma corrente, o que coloca uma obstrução grande para pontos de vista alternativos e para a possibilidade de mudanças fundamentais.

A resistência a mudanças significativas no pensamento do *mainstream* pode ser vista, por exemplo, no reconhecimento feito por Blanchard *et alii* (2010) a respeito do que se mantém na estrutura teórica do consenso, mesmo depois da crise: (i) os objetivos últimos das políticas são a estabilidade de preços e produto; (ii) a hipótese da taxa de juros natural ainda é válida e os formuladores de políticas não devem assumir que existe “*trade-off*” de longo prazo entre inflação e desemprego; (iii) inflação estável deve se manter como um dos principais objetivos da política monetária; (iv) a sustentabilidade fiscal deve permanecer em sua essência, não apenas se preocupando com o longo prazo, mas também influenciando as expectativas de curto prazo.

Como já afirmamos aqui, boa parte dos trabalhos que pretendem rever as estruturas do Novo Consenso levam em considerações questões do mercado financeiro e monetário. As

⁴ “*This capacity to selectively incorporate ideas reflects the amoeba-like character of neoliberal economics, which, though dented by recent events, has an astounding capacity to reinvent itself without real change. The implication is that neoliberal economics has not been staked through the heart, and it therefore promises to rise again, like a zombie, when times stabilize*” (id., p. 20).

propostas que estão em pauta nos principais centros de pesquisas e instituições multilaterais mundo afora se baseiam na capacidade, evidenciada pela crise, que os desequilíbrios nesses mercados têm de comprometer a estabilidade sistêmica. Dessa forma, muito se tem discutido em termos da reestruturação da arquitetura do mercado financeiro e criação de mecanismos de controle, ajuste, supervisão e proteção prudencial (macro e microeconômicas) contra a formação de mecanismos da sorte dos que desencadearam a crise econômico-financeira de 2008.

Propostas adicionais, que levem em consideração a reestruturação do arcabouço teórico dominante como um todo, tanto em termos da ampliação dos objetivos das políticas, quanto da conseqüente reformulação das políticas macroeconômicas – do papel que cabe à política monetária e, principalmente à retomada de um papel ativo para a política fiscal – ainda estão na “periferia” dessa discussão. Mesmo que a profundidade da crise tenha significado mudanças na condução das políticas macroeconômicas pelo Novo Consenso, no momento, fora as atitudes relacionadas à regulação do mercado financeiro, há pouca indicação de que haverá mudanças significativas sobre o entendimento do *mainstream* a respeito de questões-chave como, por exemplo, as de economia política, relacionadas à globalização financeira, ou as referentes ao funcionamento do mercado de trabalho, como a teoria da taxa natural de desemprego.

Os obstáculos políticos, ideológicos, sociológicos e intelectuais ainda travam o processo de uma mudança fundamental na visão dominante da macroeconomia. Na nossa opinião, cabem aos autores fora do consenso as maiores transformações. A janela aberta pela crise permitiu que, no aspecto financeiro, as interpretações de Minsky voltassem com força e praticamente dominassem o debate. No âmbito fiscal, contudo, mesmo com os avanços da teoria *mainstream* no reconhecimento da importância da política enquanto ferramenta de estabilização, acreditamos que a brecha ainda precisa ser mais bem aproveitada pela “periferia” e, em muitos sentidos, ampliada. Só dessa forma será possível renovar de fato o papel ativo da política fiscal enquanto instrumento de ajuste macroeconômico.

Bibliografia

ADAM, K. (2010). Optimal Monetary and Fiscal Stabilisation Policies, *OECD Economics Department Working Papers*, n. 765, maio.

ADAM, K.; BILLI, R. (2006). Optimal Monetary Policy under Commitment with a Zero Bound on Nominal Interest Rates, *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 38, n. 7, p. 1877-1905.

AIZENMAN, J.; JINJARAK, Y. (2010). The role of fiscal policy in response to the financial crisis. United Nations Development Policy and Analysis Division: Background Paper for the *World Economic Situation and Prospects 2011*, outubro. Disponível em <<http://www.un.org/esa/policy/index.html>>.

AIZENMAN, J.; PASRICHA, G. K. (2010). On the Ease of Overstating the Fiscal Stimulus in the U.S., 2008-09. *National Bureau of Economic Research working paper*, n. 15784, fevereiro.

AKYÜZ, Y. (2010). Why the IMF and the International Monetary System Need More Than Cosmetic Reform. *UNCTAD, South Centre Research Paper*, n. 32, novembro.

ALESINA, A.; PEROTTI, R. (1995). The Political Economy of Budget Deficits. *International Monetary Fund Staff Papers*, v. 42(2), p. 1-31.

ALLSOPP, C.; VINES, D. (2005). The Macroeconomic Role of Fiscal Policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21(4), p. 485-508.

ALTING, D.; CHRISTIANO, L.; EICHENBAUM, M., LINDÉ, J. (2005). Firm-Specific Capital, Nominal Rigidities, and the Business Cycle. *National Bureau of Economic Research working paper*, n. 11034, janeiro.

ANDERSEN, T. (2005). Is There A Role For An Active Fiscal Stabilization Policy? *CESifo working paper*, n. 1447, Universidade de Aarhus, Dinamarca.

ANNETT, A.; DECRESSIN, J.; DEPPLER, M. (2005). Reforming the Stability and Growth Pact. *International Monetary Fund Policy Discussion Paper*, n. 05/02, fevereiro.

ANGERIZ, A.; ARESTIS, P. (2007). Monetary Policy in the UK. *Cambridge Journal of Economics*, v. 31(6), p. 863-884.

_____. (2008). Assessing Inflation Targeting Through Intervention Analysis. *Oxford Economic Papers*, v. 60(2), p. 293-317.

_____. (2009). The Consensus View on Interest Rates and Fiscal Policy: Reality or Innocent Fraud? *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 31(4), p. 567-586, julho.

ARESTIS, P. (2007). What is the New Consensus in Macroeconomics? In: ARESIS, P. (Ed.) *Is there a New Consensus in Macroeconomics?* Palgrave MacMillan.

_____. (2009). New Consensus Macroeconomics: A Critical Appraisal. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 564, maio.

ARESTIS, P.; BADDELEY, M.; SAWYER, M.C. (2007). The Relationship Between Capital Stock, Unemployment and Wages in Nine EMU Countries. *Bulletin of Economic Research*, v. 59(2), p. 125–148.

ARESTIS, P.; BIEFANG-FRISANCHO MARISCAL, I. (2000). Capital Stock, Unemployment and Wages in the UK and Germany. *Scottish Journal of Political Economy*, v. 47(5), p. 487-503.

ARESTIS, P.; SAWYER, M (2002). New Consensus, New Keynesianism, and the Economics of the Third Way. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 364.

_____. (2003a). On the Effectiveness of Monetary Policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 369, janeiro

_____. (2003b). Reinventing Fiscal Policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 381, maio.

_____. (2003c). The Case for Fiscal Policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 382, maio.

_____. (2004). Can Monetary Policy Affect the Real Economy? *European Review of Economics and Finance* v. 3(3), p. 3–26.

_____. (2007). Can the Euro Area Play a Stabilizing Role in Balancing the Global Imbalances? In: BIBOW, J.; TERZI, A. (Eds.), *Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag*. Houndsmills, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

_____. (2008). New Consensus Macroeconomics and Inflation Targeting: A Keynesian Critique. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, Número Especial, p. 629-653, dezembro 2008.

_____. (2008b). A Critical Reconsideration of the Foundations of Monetary Policy in the New Consensus Macroeconomics Framework. *Cambridge Journal of Economics*, v. 32(5), p. 761–779.

AUERBACH, A. (2002). Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy? *Conference on Rethinking Stabilization Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY, agosto.

_____. (2005). The Effectiveness of Fiscal Policy as Stabilization Policy. *Bank of Korea International Conference: The Effectiveness of Stabilization Policies*, Seoul.

AUERBACH, A.; GALE, W. (2009a). Activist Fiscal Policy to Stabilize Economic Activity. Mimeo, *Federal Reserve Bank of Kansas City Conference on Financial Stability and Macroeconomic Policy*, Jackson Hole, Wyoming, agosto. Publicado como: _____. _____. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 15407, outubro.

_____. (2009b). The Economic Crisis and the Fiscal Crisis: 2009 and Beyond. *Tax Notes*, v. 125, n. 1, fevereiro. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1758908>.

_____. (2009c). The Economic Crisis and the Fiscal Crisis: 2009 and Beyond: An Update. Mimeo *Tax Policy Center*, setembro. Disponível em <http://www.taxpolicycenter.org/UploadedPDF/1001284_economic_crisis.pdf>.

AUERBACH, A.; GALE, W.; HARRIS, B. J. (2009). Activist Fiscal Policy. *Journal of Economic Perspectives*, v. 24, n. 4, p. 141-164.

AUERBACH, A.; GORODNICHENKO, Y. (2010). Measuring the Output Responses to Fiscal Policy. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 16311, agosto.

AUERBACK, M. (2009). The Return of The State: The New Investment Paradigm. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 561, maio.

BACHA, E. (1983). Prólogo para a terceira carta. In: *Fórum Gazeta Mercantil, FMI x Brasil: a armadilha da recessão*. São Paulo: Gazeta Mercantil Editora Jornalística.

BALDACCI, E.; GUPTA, S.; MULAS-GRANADOS, C. (2009). How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises? *International Monetary Fund Working Paper*, n. 09/160, julho.

BALLS, E. (2006), Stability, Growth and Labour's Macroeconomic Policy. In MCLEAN, I.; JENNINGS, C. (eds.) *Applying the Dismal Science*, Palgrave Macmillan.

BALLS, E.; O'Donnell, G. (eds.). (2002). *Reforming Britain's Economic and Financial Policy: Towards Greater Economic Stability*, Palgrave Macmillan.

BANCA D'ITALIA (2011). Fiscal Policy: Lessons from the Crisis. *Seminari e convegni Workshops and Conferences*, n. 6. (Papers presented at the Banca d'Italia workshop, Perugia, 25-27 de março de 2010).

BARBOSA, N. (2010). Latin America: Counter-Cyclical Policy in Brazil: 2008-09. *Journal of Globalization and Development*, v. 1, n. 1, artigo 13, p. 1-14.

BARRO, R. (1974). Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*, v. 82 (6), p. 1095-1117.

_____. (1990). Government spending in a simple model of endogeneous growth. *Journal of Political Economy* v. 98(S5), p. 103-125

_____. (2009). Government Spending Is No Free Lunch. *The Wall Street Journal*, Opinion Page, 22 janeiro 2009.

BARRO, R.; GORDON, D. (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n.1079.

BAUNSGAARD, T.; SYMANSKY, S. (2009). Automatic Fiscal Stabilizers. *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 09/23, setembro.

BEAN, C. (2007). Is There A New Consensus On Monetary Policy? In: ARESIS, P. (Ed.) *Is there a New Consensus in Macroeconomics?* Palgrave MacMillan.

BERNANKE, B. (1999). Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis? *Princeton University Working Paper*. Presentation at the ASSA meetings, Boston MA.

_____. (2002). Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here. *Remarks Before the National Economists Club*, Washington, D.C., novembro. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>>

_____. (2003). Some Thoughts on Monetary Policy in Japan. *Speech in Tokyo*, maio. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030531/default.htm>>

_____. (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. *Remarks by Governor Ben S. Bernanke at The Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economists, Richmond, 10 março 2005. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>>

_____. (2008). The Economic Outlook. *Testimony before the Committee on the Budget, U.S. House of Representatives*, Washington, D.C., 17 janeiro de 2008. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20080117a.htm>>.

_____. (2010). Fiscal Sustainability and Fiscal Rules. *Remarks at the Annual Meeting of the Rhode Island Public Expenditure Council*, Providence, Rhode Island, 4 de outubro de 2010. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20101004a.htm>>.

BILS, M.; KLENOW, P. (2008). Further Discussion of Temporary Payroll Tax Cut During Recession(s), mimeo. Disponível em http://klenow.com/Discussion_of_Payroll_Tax_Cut.pdf.

BLANCHARD, O. (2004a). *Macroeconomia*. Rio de Janeiro, Pearson, tradução da 3ª edição americana.

_____. (2004b). Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 10389, março.

_____. (2008). The State of Macro. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 14259, agosto.

_____. (2011a). Rewriting the Macroeconomists' Playbook in the Wake of the Crisis. *The International Monetary Fund's global economy forum*, mimeo, março. Disponível em <<http://blog-imfdirect.imf.org/2011/03/04/2662/>>.

_____. (2011b). The Future of Macroeconomic Policy: Nine Tentative Conclusions. *The International Monetary Fund's global economy forum*, mimeo, março. Disponível em <<http://blog-imfdirect.imf.org/2011/03/13/future-of-macroeconomic-policy/>>

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAORO, P. (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. *International Monetary Fund Staff position Note*, n. 10/03, fevereiro.

BLANCHARD, O.; MILESI-FERRETI, G. M. (2009). Global Imbalances: In Midstream? *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 09/29, dezembro.

BLINDER, A. (2004). The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy. *Center for Economic Policy Studies Working Papers*, n. 102 (100?), University of Princeton, junho.

_____. (2008). How to Cast a Mortgage Lifeline. *The New York Times*, 30/03/2008. Disponível em <<http://www.nytimes.com/2008/03/30/business/30hous.html>>

BLINDER, A. S; ZANDI, M. (2010). How the Great Recession Was Brought to an End. Mimeo. Disponível em <<http://www.economy.com/mark-zandi/documents/End-of-Great-Recession.pdf>>.

BLUNDELL, R.; MACURDY, T. (1999). Labor Supply: A Review of Alternative Approaches. In: ASHENFELTER, O.; CARD, D. (eds). *Handbook of Labor Economics*, v. 3a. Amsterdam and New York: Elsevier.

BORNHORST, F.; BUDINA, N.; CALLEGARI, G. *et alii.* (2010). A Status Update on Fiscal Exit Strategies. *International Monetary Fund Working Paper*, n. 10/272, dezembro.

BRESSER-PEREIRA, L. C. (2010). The Global Financial Crisis and a New Capitalism? *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 592, maio.

BUITER, W. (2002). The Fiscal Theory of The Price Level: A Critique. *The Economic Journal*, v. 112, n. 481, p. 459-480, julho.

_____. (2007). Lessons from the 2007 financial crisis, mimeo dezembro. Disponível em <<http://www.nber.org/~wbuiter/lessons>>. Publicado como _____. _____. *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper*, n. 6596.

BURTLESS, G. (2009) Social Protection for the Economic Crisis: The U.S. Experience. Mimeo. The Brookings Institute. Paper prepared for the international symposium Beyond the Economic Crisis, Seoul, Korea, May 27–28. Disponível em <http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2009/0715_social_protection_burtless/0715_social_protection_burtless.pdf>.

CABALLERO, R. J. (2010). Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-Of-Knowledge Syndrome. *National Bureau of Economic Research, Working Paper* n. 16429, outubro.

CAMPBELL, J.Y.; MANKIW, N. G. (1990). Permanent Income, Current Income, and Consumption. *Journal of Business & Economic Statistics*, American Statistical Association, v. 8(3), p. 265-79, julho.

CARLIN, W.; SOSKICE, D. (2006). *Macroeconomics: Imperfections, Institutions and Policies*. Oxford, Oxford University Press.

CARVALHO, F. C., SICSÚ, J., SOUZA, F.E.P. *et alii.* (2007). *Economia monetária e financeira*. 2a. ed. Rio de Janeiro: Campus.

CÉSPEDES, L. F.; CHANG, R.; GARCÍA-CICCO, J. (2010). Heterodox Central Banking. Central Bank of Chile Working Papers, n. 586, julho.

CHARI, V.V.; KEHOE, P. J. (2006). Modern Macroeconomics in Practice: How Theory is Shaping Policy. *Journal of Economic Perspectives*, v. 20, n. 4, p. 3-28.

_____. (2007). The Heterogeneous State of Modern Macroeconomics: A Reply to Solow. *National Bureau of Economic Research, Working Paper* n. 13655. Também publicado como: Response from V.V. Chari and Patrick J. Kehoe, *Journal of Economic Perspectives*, v. 22, n. 1, p. 246-249. (2008)

CHARI, V.V.; KEHOE, P.J.; MCGRATTAN, E.R. (2008). New Keynesian Models: Not Yet Useful for Policy Analysis. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, n. 14313. Cambridge.

CHAO, HSIANG-KE. (2003). Milton Friedman and the Emergence of the Permanent Income Hypothesis. *History of Political Economy*, v. 35, n. 1, p. 77-104.

CHIRINKO, R.S. (1993). Business fixed investment spending: a critical survey of modeling strategies, empirical results and policy implications. *The Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper*, n. 93/01.

CHRISTIANO, L. (2004). The Zero-Bound, Low Inflation, and Output Collapse, mimeo, *Northwestern University*. Disponível em <<http://faculty.wcas.northwestern.edu/~lchrist/research/zerobound/manuscript1.pdf>>

CHRISTIANO, L. J.; FITZGERALD, T. J. (2000). Understanding the Fiscal Theory of the Price Level. *Economic Review*, Quarter 2, v. 36, n. 2, p. 1-38.

CHRISTIANO, L. J.; EICHENBAUM, M.; REBELO, S. (2009). When is the Government Spending Multiplier Large? *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 15394, outubro.

CLAESSENS, S.; DELL'ARICCIA, G.; IGAN, D.; LAEVEN, L. (2010). Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis. *International Monetary Fund Working Paper*, n. 10/44, fevereiro.

CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M. (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, v. 37(4), p. 1661-707, dezembro.

CLOUSE, J.; HERDERSON, D.; *et alii.* (2000), Monetary Policy When the Nominal Short-term Interest Rate Is Zero. *Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series* n. 2000, novembro.

COCHRANE, J. H. (2009). Fiscal theory, and fiscal and monetary policy in the financial crisis. University of Princeton. Disponível em < <https://www.princeton.edu/economics/seminar-schedule-by-prog/macro-s09/monetary-fiscal-policy-co/schedule/pdfs/Cochrane-paper-2.pdf>>

COGAN, J. F.; TAYLOR, J. B. (2010). What the Government Purchases Multiplier Actually Multiplied in the 2009 Stimulus Package. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 16505, outubro.

COGAN, J.; CWIK, T.; TAYLOR, J.; WIELAND, V. (2009). New Keynesian versus Old Keynesian Government Spending Multipliers. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 14782, março. Publicado como: _____. (2010). _____. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Elsevier, v. 34(3), p. 281-295, março.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (CBO). (2008). Options for Responding to Short-Term Economic Weakness. *CBO Paper*. Washington, D.C., janeiro. Disponível em <<http://www.cbo.gov/doc.cfm?index=8916>>

COTTARELLI, C.; VIÑALS, J. (2009). A Strategy to Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies. *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 09/22, setembro.

COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS OF THE PRESIDENT OF THE UNITED STATES (CEA). (2009a). The effects of fiscal stimulus: a Cross-Country Perspective. *Executive Office of the President of the United States*, mimeo, setembro. Disponível em < <http://www.whitehouse.gov/administration/eop/cea/EffectsofFiscalStimulus/>>.

- _____. (2009b). The Economic Impact of The American Recovery and Reinvestment Act of 2009. *First Quarterly Report*, mimeo, setembro. Disponível em <<http://www.whitehouse.gov/administration/eop/cea/Economic-Impact/>>.
- CREEL, J.; SARACENO, F. (2010). European Fiscal Rules After the Crisis. *Journal of Innovation Economics*, n. 6, p. 95-122.
- CUNNINGHAM, S. R.; VILASUSO, J. (1994-95). Is Keynesian Demand Management Policy Still Viable? *Journal of Post Keynesian Economics*, v.17 (2), p.231-248.
- DAVIG, T.; LEEPER, E. M. (2005). Generalizing the Taylor Principle. *National Bureau of Economics Research Working Paper*, n.11874, dezembro.
- DEBRUN, X.; KAPOOR, R. (2010). Fiscal Policy and Macroeconomic Stability: Automatic Stabilizers Work, Always and Everywhere. *International Monetary Fund Working Paper*, n. 10/111, maio.
- DE FIORE, F.; TRISTANI, O. (2008). Credit and the Natural Rate of Interest. *European Central Bank Working Paper Series*, n. 889. Frankfurt am Main, Alemanha.
- DE RESENDE, C.; LALONDE, R.; SNUDDEN, S. (2010). The power of many: assessing the economic impact of the global fiscal stimulus. *Bank of Canada Discussion Paper*, n. 1, p. 1-17, janeiro.
- DERVIŞ, K. (2010). The G-20 and Macroeconomic Policy Coordination at the Crossroads: A Macroeconomic Agenda for the G-20. *The Brookings Institute: Global Economy and Development Program*, mimeo. Disponível em <http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/reports/2010/1102_g20_summit/1102_g20_summit_dervis.pdf>
- DEVEREUX, M. (2010). Fiscal Deficits, Debt, and Monetary Policy in a Liquidity Trap. *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*, n. 44, abril.
- DOW, J. C. R. (1964). *The Management of the British Economy, 1945–1960*. Cambridge, Cambridge University Press.
- DRAUTZBURG, T.; UHLIG, H. (2010). Fiscal Stimulus and Distortionary Taxation. Não publicado. University of Chicago, janeiro. Disponível em <http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/ecb_mopo_fipo/paper7.pdf?3b501672e040be200fcd8c712ff69614>
- EGGERTSSON, G. (2001). Real Government Spending in a Liquidity Trap, mimeo. *Princeton University*. Disponível na página do autor <<http://www.ny.frb.org/research/economists/eggertsson/JMP2.pdf>>.
- _____. (2006). The Deflation Bias and Committing to Being Irresponsible. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 36 (2), p. 283-322.
- _____. (2009a). What Fiscal Policy Is Effective at Zero Interest Rates? *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 402, novembro. Disponível em <http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr402.html>.

_____. (2009b). The Simple Analytics of the Government Spending Multiplier. Mimeo. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*.

EGGERTSSON, G.; WOODFORD, M. (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. *Brookings Papers on Economic Activity* v. 34, n.1, p. 139-235.

_____. (2004). Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Liquidity Trap *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 10840, outubro.

EHLER, M. (2009) Policy Responses to the Global Financial Crisis. *Reserve Bank of Australia Economics Competition 2009: First Prize*, mimeo. Disponível em < <http://www.rba.gov.au/econ-compet/2009/pdf/first-prize.pdf>>

EICHENGREEN, B. (2010). Macroeconomic and Financial Policies Before and After the Crisis. *Conference on Global Economic Crisis: Impacts, Transmission, and Recovery*, Paper Number 7, Honolulu Hawaii, mimeo. Disponível em < <http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/08Eichengreen-Aug2010.pdf>>

EICHENGREEN, B.; O'ROURKE, K. H. (2009). A Tale of Two Depressions. Mimeo, VoxEU.org, abril. Disponível em < <http://wallstreetpit.com/3689-the-world-economy-is-tracking-or-doing-worse-than-during-the-great-depression>>

_____. (2010). A Tale of Two Depressions: What do New Data Tell US? Mimeo, VoxEU.org, março. Disponível em <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>

ELMENDORF, D.W.; FURMAN, J. (2008). If, When, How: A Primer on Fiscal Stimulus. *Hamilton Project Strategy Paper*. The Brookings Institution, Washington, D.C, janeiro

ERCEG, C. J.; LINDÉ, J. (2009). Is There a Fiscal Free Lunch in a Liquidity Trap? Mimeo. *Federal Reserve Board*, abril. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2010/1003/ifdp1003.pdf>>.

EVERAERT, G.; FOUAD, M.; MARTIN, E.; VELLOSO, R. (2009). Disclosing Fiscal Risks in the Post-Crisis World. *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 09/18, julho.

FAZZARI, S. M. Working capital and fixed investment: new evidence in financing constraints. *Rand Journal of Economics*, v. 24, n. 3, p. 328-342

_____. (1994-95). Why Doubt the Effectiveness of Keynesian Fiscal Policy. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 17(2) p. 231-248.

FELDSTEIN, M. (2002a). Commentary: Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy? *Rethinking Stabilization Policy*. Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 151-162.

_____. (2002b). The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 9203, setembro.

_____. (2007). How to Avert Recession. *The Wall Street Journal*. 05/12/2007.

_____. (2009). Rethinking the Role of Fiscal Policy. *National Bureau of Economic Research Working Paper* n.14684, janeiro.

FERREIRA, A. N. (2003). *Teoria Macroeconômica e Fundamentos Microeconômicos*. 141p. Tese de Doutorado, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

FIANI, R. (2004). *Teoria dos Jogos: para cursos de administração e economia*. Rio de Janeiro: Elsevier; Campus.

FISCHER, S. (1977), Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*, v. 85(1), p. 191-205, fevereiro.

FONTANA, G. (2009). Whither New Consensus Macroeconomics? The Role of Government and Fiscal Policy in Modern Macroeconomics. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 563.

_____. (2009b). Fiscal Policy in Today's Endogenous Money World. In: CREEL, J.; SAWYER, M. (eds.). *Current Thinking on Fiscal Policy*, Palgrave Macmillan.

FORDER, J. (2007a). The Historical Place of the Friedman-Phelps' Expectation Critique. *Presented at OFCE seminar*, Paris, dezembro. (mimeo). Disponível como *Department of Economics Discussion Paper Series*, n. 399. University of Oxford.

_____. (2007b). Friedman's Nobel Lecture Reconsidered. Presented at Ecopol seminar, Sciences Po. Paris, dezembro. Disponível como *Department of Economics Discussion Paper Series*, n. 398. University of Oxford.

FREEDMAN, C.; KUMHOF, M.; LAXTON, D.; LEE, J. (2009). The Case for Global Fiscal Stimulus. *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 09/03, março.

FREEDMAN, C.; KUMHOF, M.; LAXTON, D; MUIR, S.; MURSULA, S. (2010). Fiscal Stimulus to the Rescue? Short-Run Benefits and Potential Long-Run Costs of Fiscal Deficits. *International Monetary Fund Working Paper*, n. 09/255, novembro.

FRIEDMAN, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press.

_____. (1968). The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, v. 58, n. 1, p. 1-17, março.

_____. (2002). *Capitalism and Freedom*. 40th anniversary ed. Chicago: University of Chicago Press.

FRIEDMAN, B.M. (2003). The LM Curve: A Not-So-Fond Farewell. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, n. 10123, novembro.

_____. (2007). What we still don't know about monetary and fiscal policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, v.2, p. 49-71.

FUHRER, A.; JEFFREY C.; MADIGAN, B. (1997). Monetary Policy When Interest Rates are Bounded at Zero. *Review of Economics and Statistics*, v. 79, p. 573-585, novembro.

FULLWILER, S. T. (2006). Interest Rates and Fiscal Sustainability. *Center for Full Employment and Price Stability Working Paper*, n. 53, julho.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – FMI. (2008a). Fiscal Policy as a Countercyclical Tool. In: _____. *World Economic Outlook, October 2008: Financial Stress, Downturns, and Recoveries*, p. 159-196.

_____. (2008b). Rapidly Weakening Prospects Call for New Policy Stimulus. *World Economic Outlook Update*, novembro.

_____. (2009a). Initial Lessons of the crisis. *International Monetary Fund Public Information Notice (PIN)*, n. 09/30, março.

_____. (2009b). From Recession to recovery: How soon and how strong? In: _____. *World Economic Outlook : Crisis and Recovery*, p. 103-138, abril.

_____. (2009c). Global Prospects and Policies. In: _____. *World Economic Outlook, October 2009: Sustaining the Recovery*, p. i-66, outubro.

_____. (2009d). Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis. *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 09/13, junho.

_____. (2009e). The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: November 2009. *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 09/25, novembro.

_____. (2010a). Navigating the Fiscal Challenges Ahead. *International Monetary Fund Fiscal Monitor Series*, p. 1-91, maio.

_____. (2010b). Fiscal Exit from Strategy to Implementation. *International Monetary Fund Fiscal Monitor Series*, p. 1-153, novembro.

_____. (2010c). Global Prospects and Policies. In: _____. *World Economic Outlook: Rebalancing Growth*, p. 1-42, abril.

_____. (2010d). Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation. In: _____. *World Economic Outlook: Recovery, Risk, and Rebalancing*, p. 93-124.

_____. (2011). Shifting Gears Tackling Challenges on the Road to Fiscal Adjustment. *International Fund Fiscal Monitor Series*, p. 1-154, abril.

GALÍ, J. (2002). New Perspectives on Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle. *Centre for Economic Policy Research Discussion Papers*, n. 3210, fevereiro.

GALÍ, J.; LOPEZ-SALIDO, D.; VALLES, J. (2007). Understanding the Effects of Government Spending on Consumption. *Journal of the European Economic Association* v. 5 (1), p. 227-270.

GARNAUT, R. (2005). Is Macroeconomics Dead? Monetary and Fiscal Policy in Historical Context. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21(4), p. 524-531.

GHOSH, A.; CHAMON, M.; CROWE, C.; KIM, I. OSTRY, J. (2009). Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries. *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 09/08, abril.

GIAVAZZI, F. (2010). Fiscal and monetary policies in the crisis: The exit stage. *Inter-American Development Bank Research Department Discussion Paper*, n. 100, abril.

GODLEY, W.; PAPANIMITRIOU, D.; ZEZZA, G. (2008). Prospects for the United States and the World: A Crisis that Conventional Remedies Cannot Resolve. *Levy Economics Institute Strategic Analysis*, dezembro.

GOODFRIEND, M. (1993). Interest rate policy and the inflation scare problem: 1979-1992. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, v. 79 (1), p. 1-24.

_____. (2002). Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer. *Wiley-Blackwell International Finance*, v. 5, n. 2, p. 165-191, setembro.

_____. (2007). How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. *Journal of Economic Perspectives*, v. 21, n. 4, p. 47-68.

GOODFRIEND, M.; KING, R. G. (1997). The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual*, v. 12, p. 231-283.

GOODHART (2007). Whatever Became of the Monetary Aggregates? *The Peston Lecture delivered in honor of Maurice, Lord Peston*. Queen Mary, University of London, fevereiro.

GORDON, R.J. (2009). Is Modern Macro or 1978-era Macro More Relevant to the Understanding of the Current Economic Crisis? *Paper presented to International Colloquium on the History of Economic Thought*, São Paulo, Brasil, agosto.

GRAMLICH, E.M. (2007). *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*. Washington, D.C.: Urban Institute Press.

HAGEMANN, R. (2010). Improving Fiscal Performance through Fiscal Councils *OECD Economics Department Working Papers*, n. 829, dezembro.

HALL, R. E. (2009). By How Much Does GDP Rise If the Government Buys More Output? *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n.15496, novembro. Publicado em *Brookings Papers on Economic Activity*, v.2, p. 183-250.

HELLER, P. S (1997). Fiscal policy management in an open capital regime. *International Monetary Fund Fiscal Affairs Department Working Paper*, n. 1997/20.

_____. (2002). Considering IMF's Perspective on a "Sound Fiscal Policy". *International Monetary Fund Discussion Paper*, n. 02/08, julho.

_____. (2005). Understanding Fiscal Space. *International Monetary Fund Discussion Paper*, n. 05/04, março.

HEMMING, R.; KELL, M.; MAHFOUZ, S. (2002). The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity: A Review of the Literature. *International Monetary Fund Working Paper*, n. 02/208.

HER MAJESTY TREASURY (HM Treasury). (2003a). *Fiscal Stabilisation and EMU: A Discussion Paper*, Londres.

HICKS, J.R. (1937). Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation. *Econometrica*, v.5, n.2, p. 147-155, abril.

- ILZETZKI, E.; VÉGH, C. A. (2008). Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries: Truth or Fiction? *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 14191, julho.
- JUNG, T.; TERENISHI, Y.; WATANABE, T. (2005). Zero Bound on Nominal Interest Rates and Optimal. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 37, n. 5, p. 813-835
- KAMINSKY, G.; REINHART, C.; VÉGH, C. A. (2004). When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies. In: GERTLER, M.; ROGOFF, K. *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press, agosto.
- KEYNES, J. M. (1936). *The general theory of employment interest and money*. The collected writings of John Maynard Keynes.
- KING, R. G. (1995). Quantitative Theory and Econometrics. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, summer issue, p. 53-105.
- KING, M. (2002). No Money, No Inflation – The Role of Money in the Economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer issue, p. 162-177.
- KIRSANOVA, T.; STEHN, S. J.; VINES, D. (2005). The Interactions between Fiscal Policy and Monetary Policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21(4), p. 532–64.
- KOHN, D. (2008). Monetary Policy and Asset Prices Revisited. *Speech at the Cato Institute's 26th Annual Monetary Policy Conference*, Washington, D.C. mimeo, novembro. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20081119a.htm>>.
- _____. (2009). Policy Challenges for the Federal Reserve. *Speech at the Kellogg Distinguished Lecture Series, Kellogg School of Management, Northwestern University, Evanston, Illinois*, mimeo, novembro. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20091116a.htm>>.
- _____. (2010). Monetary Policy in the Crisis: Past, Present, and Future. *Speech at the Brimmer Policy Forum, American Economic Association Annual Meeting, Atlanta, Georgia*, mimeo, janeiro. Disponível em <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20100103a.htm>>.
- KREGEL, J. (2009). The Global Crisis and the Implications for Developing Countries and the BRIC's: Is the B Really Justified? *Levy Economics Institute Public Policy Brief*, n. 102, agosto.
- _____. (2010). Fiscal Responsibility: What Exactly it Mean? *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 602, junho.
- KRUGMAN, P. (1998). 'It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap', *Brookings Papers on Economic Activity*, v.2, p. 137-187.
- _____. (2005). Is Fiscal Policy Poised for a Comeback? *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21(4), p. 515–23.
- _____. (2009). How Did Economists Get it So Wrong? *The New York Times Magazine*, 06/09/2009.
- KUMAR, M. S.; WOO, J. (2010). Public Debt and Growth. *International Monetary Fund Working Paper*, n. 10/174, julho.

KUMHOF, M.; LAXTON, D. (2009). Simple, Implementable Fiscal Policy Rules. *International Monetary Fund Working Paper*, n. 09/76, abril.

KYDLAND, F.E. AND PRESCOTT (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *The Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, p. 473-492.

KYDLAND, F.E.; PRESCOTT, E.C. (1982). Time to Build and Aggregate Fluctuations', *Econometrica*, v. 50, n. 6, p. 1345-1370, novembro.

LEEPER, E. (1991). Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies. *Journal of Monetary Economics*, v. 27, n. 1, p. 129-147.

LEIGH, D.; STEHN, S. J. (2009). Fiscal and Monetary Policy During Downturns: Evidence from the G7. *International Monetary Fund Working Paper*, n. 09/50, março.

LEITH, C.; WREN-LEWIS, S. (2005a). Fiscal Stabilization Policy and Fiscal Institutions. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21(4), p. 584-597.

_____. (2005b). Reinstating Fiscal Policy as a Stabilisation Device Within EMU. *University of Glasgow*, mimeo.

LINDEMANN, L.; SCHABERT, A. (2003). Fiscal Policy in the New Neoclassical Synthesis. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 35, n. 6, dezembro.

LOPREATO, F.; (2004). Novos Tempos Política Fiscal e Condicionais Pós-80. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 8(1), p. 125-154, jan./jun.

_____. (2006). O papel da política fiscal: um exame da visão convencional. *Texto para Discussão IE/UNICAMP*, n. 119, fevereiro.

LOYO, E. (1999). Tight Money Paradox on the Loose: A Fiscalist Hyperinflation. Mimeo, *Kennedy School of Government*. Disponível em <<http://sims.princeton.edu/yftp/Loyo/LoyoTightLoose.pdf>>.

LUCAS, R.E. Jr. (1973). Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs. *American Economic Review*, v. 63, n. 3, p. 326-334, junho.

LUCAS, R.E. JR; SARGENT, T.J. (1978). After Keynesian Macroeconomics. in *After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment*, Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston.

MANKIW, N. G (1990). A Quick Refresher Course in Macroeconomics. *Journal of Economic Literature*, v. 28, n. 4, p. 1645-1660, dezembro.

_____. (2006). The Macroeconomist as Scientist and Engineer. *Journal of Economic Perspectives*, v. 20(4), p. 29-46.

_____. (2008). The Case for a Payroll Tax Cuts. *Greg Mankiw's Blog*, arquivo de 13/12/2010. Disponível em <http://gregmankiw.blogspot.com/2008_12_01_archive.html>

MCCALLUM, B. T (1981). Price Level Determinacy with an Interest Rate Policy Rule and Rational Expectations. *Journal of Monetary Economics*, v. 8, n. 3, p. 319-329.

_____. (2001). Monetary Policy Analysis in Models Without Money. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 83(4), p. 145-160, julho/agosto.

MEYER, L. H. (2001). Does Money Matter? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* v. 83(5), p. 1-15.

MIHALJEK, D.; TISSOT, B. (2003). Fiscal positions in emerging economies: central bank's perspective. In: Bank of International Settlements (org.). *Fiscal Issues and Central Banking in Emerging Economies*, BIS paper n. 20.

MINSKY, H.P. (1982). *Can 'It' Happen Again?* Armonk, NY: M.E. Sharpe.

_____. (1987). Securitization. *Levy Economics Institute Policy Note*, n. 2. Artigo publicado por L. Randall Wray em 2008 a partir de notas de Hyman Minsky preparadas para discussão entre junho e setembro de 1987.

MONACELLI, T.; PEROTTI, R.; TRIGARI, A. (2009). Unemployment and fiscal multipliers. *National Bureau of Economic Research working paper*, n. 15931, abril.

MOORE, B. J. (1989). A Model of Bank Intermediation. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 12(1), p. 10-28.

NELSON, C.R.; PLOSSER, C.I. (1982). Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence and Implications. *Journal of Monetary Economics*, v. 10(2), p. 139-162, setembro.

NORREGAARD, J.; KHAN, T. S. (2007). Tax Policy: Recent Trends and Coming Challenges. *International Monetary Fund Working Paper*, n. 07/274, dezembro.

OECD. (2010). Counter-cyclical economic policy. *OECD Economics Department Policy Notes*, n. 1, maio.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. (2005). Strategy for Economic Growth in Brazil: a Post Keynesian Approach. *Texto para discussão, Universidade Federal do Paraná*, n. 0027.

PALLEY, T. Y. (2009). After The Bust: The Outlook for Macroeconomics and Macroeconomic Policy. *Levy Economics Institute Public Policy Brief*, n. 97, janeiro.

PAPADIMITRIOU, D.; HANNSGEN, G.; ZEZZA, G. (2008). Fiscal Stimulus: Is More Needed? *Levy Economics Institute Strategic Analysis*, abril.

_____. (2009). Sustaining Recovery: Medium-Term Prospects and Policies for the U.S. Economy. *Levy Economics Institute Strategic Analysis*, dezembro.

PHELPS, E. S. (1967). Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time. *Economica*, v. 34, n. 135, p. 254-281, agosto.

PHELPS, E.S.; TAYLOR, J.B. (1977). Stabilizing Powers of Monetary Policy Under Rational Expectations. *Journal of Political Economy*, v. 85(1), p. 163-190, fevereiro.

PHILLIPS, W. A. (1958). The relationship between unemployment and the rate of changes of money wages in the UK 1861-1957. *Economica*, v. 25(100), p. 283-299, novembro.

- PLOSSER, C.I. (1989). Understanding Real Business Cycles. *Journal of Economic Perspectives*, v. 3(3), p. 51-77.
- POSEN, A. S. (1998). *Restoring Japan's Economic Growth*. Washington, D.C. Peterson Institute for International Economics.
- PRASAD, E.; SORKIN, I. (2009). Assessing the G-20 Economic Stimulus Plans: A Deeper Look. *Brookings Institute*, mimeo. Disponível em <http://www.brookings.edu/articles/2009/03_g20_stimulus_prasad.aspx>
- PRESCOTT, E. (1986). Response to a Skeptic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, v. 1986, Fall issue, p. 28-33.
- REIFSCHNEIDER, D.; WILLIAMS, J. C. (2000). Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 32(4), p. 936-966.
- ROMER, C. (2009). So, Is It Working? An Assessment of the American Recovery and Reinvestment Act at the Five-Months Mark. *Statement before the Economic Club of Washington*, agosto, mimeo. Disponível em <<http://www.whitehouse.gov/administration/eop/cea/chair-remarks-08062009/>>.
- ROMER, C.; BERNSTEIN, J. (2009). *The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan*. Mimeo, disponível em <http://www.economy.com/mark-zandi/documents/The_Job_Impact_of_the_American_Recovery_and_Reinvestment_Plan.pdf>, janeiro.
- ROMER, C. D.; ROMER, D. H. (2010). The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks. *American Economic Review*, n. 100, p. 763-801, junho.
- RUDEBUSCH, G. D. (2009). The Fed's Monetary Policy Response to the Current Crisis. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, n. 17, maio. Disponível em <<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2009/el2009-17.html>>.
- SAMUELSON, P. (1948). *Economics*. 1a. ed. McGraw-Hill, reimpressão de 1997.
- SARGENT, T. J. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*.
- SARGENT, T. J.; WALLACE, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall, 1981. Reimpresso em: MILLER, P. J. (ed.) (1994). *The Rational expectation Revolutions: readings from the front line*. 1a ed. MIT Press.
- SEIDMAN, L. (2003). *Automatic Fiscal Policies to Combat Recessions*. London: M.E. Sharpe.
- _____. (2006). Learning About Bernanke. *Challenge*, v. 49(5), p. 19-32, setembro/outubro.
- SETTERFIELD, M. (2005). Is there a stabilizing role for fiscal policy in the new consensus? *Department of Economics at Trinity College*, University of Dublin, mimeo. Publicado como SETTERFIELD, M. (2007) em *Review of Political Economy*, v. 19(3), p. 405-418.
- SGHERRI, S. (2005). Explicit and Implicit targets in open economies. *International Monetary Fund Working Papers*, n. 05/176, setembro.

- SHEFFRIN, S. M. (1983). *Rational expectations*. Cambridge, Cambridge University Press.
- SHIMER, R. (2009). Convergence in Macroeconomics: The Labor Wedge. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 1(1); p. 280-297.
- SMETS, F. R.; R. WOUTERS. (2007). Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach. *American Economic Review*, v. 97(3), p. 586-606.
- SNOWDON, B.; VANE, H. R. (2005). *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*. Northampton, Massachusetts: Edward Elgar.
- SOLOW, R. M. (2002). Is Fiscal Policy Possible? Is It Desirable? *Presidential address to the XIII World Congress of the International Economic Association*, Lisboa, setembro, mimeo.
- _____. (2005). Rethinking Fiscal Policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21(4), p. 509-514.
- _____. (2008). The State of Macroeconomics. *Journal of Economic Perspectives*, v. 22, n. 1, p. 243-246.
- _____. (2011). IMF Talk. Notas do discurso apresentado no *Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis*, nos dias 7, 8 março de 2011. Disponível em <<http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/RSpresentation.pdf>>
- SPILIMBERGO, A; SYMANSKY, S, BLANCHARD, O.; COTTARELLI, C. (2008). Fiscal Policy for the Crisis. *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 08/01, dezembro.
- SPILIMBERGO, A.; SYMANSKY, S.; SCHINDLER, M. (2009). Fiscal Multipliers. *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 09/11, maio.
- STONE, C.; COX, K. (2008). Economic Policy in a Weakening Economy. *Center on Budget and Policy Priorities Reports*, janeiro. Disponível em <<http://www.cbpp.org/cms/?fa=view&id=1030>>.
- STRAUSS-KHAN, D. (2011). Global Challenges, Global Solutions – an Address at George Washington University, mimeo, abril. Disponível em <<http://www.imf.org/external/np/speeches/2011/040411.htm>>.
- SUMMERS, L. (1986). Some Skeptical Observations on Real Business Cycle Theory. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, v. 1986, fall issue, p. 23-27.
- _____. (1991). Panel Discussion: Price Stability. How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined? *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 23(3), p. 625-631.
- SUTHERLAND, D.; HOELLER, P.; ÉGERT, B.; RÖHN, O. (2010), “Counter-cyclical Economic Policy”, *OECD Economics Department Working Papers*, n. 760, maio.
- SVENSSON, L. (1999). How Should Monetary Policy be Conducted in an Era of Price Stability? *Institute for International Economic Studies Seminar Paper*, n. 680, Stockholm University, novembro.
- _____. (2001). The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap. *Monetary and Economic Studies*, v. 19, p. 277-312.

_____. (2003). Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others. *Journal of Economic Perspectives*, v. 17(4), p. 145-166.

_____. (2010). Monetary policy after the financial crisis. *Speech at the Second International Journal of Central Banking (IJCB) Fall Conference*, Tokyo, mimeo, setembro. Disponível em <<http://www.bis.org/review/r100920c.pdf>>

TANZI, V. (2010). The Return to Fiscal Rectitude after the Recent Escapade. *DG ECFIN's Annual Research Conference*, Brussels, novembro. Disponível em <<http://www.joserobertoafonso.com.br/attachments/article/1571/The%20return%20to%20Fiscal%20Tanzi.pdf>>

TAVARES, M. C. (2009). A Crise Financeira Atual. Artigo produzido para o Itamaraty, 30/04/2009. Disponível em <http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/maria_da_conceicao_tavares_a_crise_financeira_atual_itamaraty_1.pdf>.

TAYLOR, J. B. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 39(1), p. 195-214.

_____. (1997). Econometric models and the monetary policy process: a comment. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 47, n. 1, p. 39-42.

_____. (2000). Reassessing Discretionary Fiscal Policy." *Journal of Economic Perspectives*, v. 14(3), p. 21-36.

_____. (2007). Risks of Recession, Prospects for Policy. *Speech given at The Brookings Institution*, Washington, D.C., dezembro. Disponível em <http://www.brookings.edu/~media/Files/events/2007/1219_economy/20071219_summers.pdf>

TYMOIGNE, É. (2009). *Central Banking, Asset Prices and Financial Fragility*. Abingdon, UK: Routledge.

TCHERNEVA, P. (2008). The Return of Fiscal Policy: Can the New Developments in the New Economic Consensus Be Reconciled with the Post-Keynesian View? *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 539, julho.

_____. (2011). Fiscal Policy Effectiveness: Lessons from the Great Recession. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 649, janeiro.

THE NEW YORK TIMES. (2008). *Greenspan Concedes Error on Regulation*. 24/10/2008.

THE WALL STREET JOURNAL. (2008). *Greenspan Testimony on Sources of Financial Crisis*. 23/10/2008.

THE WASHINGTON POST. (2008). *Greenspan Says He Was Wrong On Regulation: Lawmakers Blast Former Fed Chairman*. 24/10/2008.

TOBIN, J. (1980). *Asset Accumulation and Economic Activity: Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory*. Chicago: University of Chicago Press.

_____. (1981). The Monetarist Counter-Revolution Today – An Appraisal. *The Economic Journal*, v. 91, n. 361, p. 29-42, março.

TYMOIGNE, E. (2009). *Central Banking, Asset Prices and Financial Fragility*. Abingdon: Routledge.

VARIAN, H. R. (2002). *Microeconomia: Princípios Básicos*. Tradução da 6a edição norte-americana. Rio de Janeiro: Campus.

VLADKOVA-HOLLAR, I.; ZETTELMEYER, J. (2008). Fiscal Positions in Latin America: Have They Really Improved? *International Monetary Fund Working Paper*, n. 08/137, maio.

VOLCKER, P. A. (1978). The role of monetary targets in an age of inflation. *Journal of Monetary Economics*, v. 4, n. 2, p. 329-339, abril.

WALSH, C. E. (2009). Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity. In: THE FEDERAL RESERVE OF KANSAS CITY. (2009). *Financial Stability and Macroeconomic Policy Symposium*, p. 245-296, agosto. Disponível em <<http://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/escp-2009.cfm>>

WEALE, M.; BLAKE, A.; CHRISTODOULAKIS, N.; *et alii*. (1989). *Macroeconomic Policy: Inflation, Wealth, and the Exchange Rate*. Unwin Hyman.

WILLIAMS, J. (2009). Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, n. 27, outubro.

WOLMAN, A. (2005). Real Implications of the Zero Bound on Nominal Interest Rates. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 37(2), p. 273-296, abril.

WOLF, M. (2010). Why plans for early fiscal tightening carry global risks. *The Financial Times*. 15/06/2010.

_____. (2011). How the crisis catapulted us into the future. *The Financial Times*. 01/02/2011.

WOODFORD, M. (1994). Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy. *Economic Theory*, v. 4, n. 3, p. 345-80.

_____. (1995). Price-level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 43, n. 1, p. 1-46.

_____. (1998). Public Debt and the Price Level. *Princeton University Working Paper*, julho. Disponível em <<http://www.columbia.edu/~mw2230/BOE.pdf>>.

_____. (2000). Fiscal Requirements for Price Stability. *Princeton University Working Paper*, outubro. Disponível em <http://www.columbia.edu/~mw2230/jmcb.pdf> Publicado em forma reduzida como WOODFORD, M. (2001). Fiscal Requirements for Price Stability. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 33(3), p. 669-728.

_____. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

_____. (2008). Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis. *Remarks for a panel discussion at the AEA meeting, January 2008*. Disponível em http://www.columbia.edu/~mw2230/Convergence_AEJ.pdf >. Também publicado como _____.
_____. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 1, n. 1, p. 267-279(13), janeiro.

_____. (2010). Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier. *National Bureau of Economic Research working paper*, n. 15714, janeiro.

WOODFORD, M.; EGGERTSSON, G. B. (2004). Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Liquidity Trap. *National Bureau of Economic Research International Seminar on Macroeconomics*. Working Paper n. 10840, outubro.

WRAY, R. (2008). Lessons from the subprime meltdown. *Challenge*, v. 51(2), p. 40-68.

_____. (2009). The Return of Big Government: Policy Advice for President Obama. *Levy Economics Institute Public Policy Brief*, n. 99, março.

WREN-LEWIS, S. (2000). The Limits to Discretionary Fiscal Stabilization Policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 16, n. 4, p. 92-115.

ZEZZA, G. (2010). Getting out of the Recession? *Levy Economics Institute Strategic Analysis*, março.