

EVERTON JUNG

**KEYNES E NOVOS CLÁSSICOS: VELHOS E NOVOS ARGUMENTOS PARA
A POLÍTICA FISCAL**

**Monografia apresentada ao Curso de
Ciências Econômicas, Setor de
Ciências Sociais Aplicadas,
Universidade Federal do Paraná**

**Orientador: Prof. Dr. Fernando Motta
Correia**


**CURITIBA
2010**


TERMO DE APROVAÇÃO


EVERTON JUNG

KEYNES E NOVOS CLÁSSICOS: VELHOS E NOVOS ARGUMENTOS PARA
A POLÍTICA FISCAL

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel no Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná – UFPR, pela seguinte banca examinadora:

Orientador: 
Prof. Dr. Fernando Motta Correia
Departamento de Ciências Econômicas UFPR


Prof. Ms. Dayani Cris de Aquino
Departamento de Ciências Econômicas UFPR


Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira
Departamento de Ciências Econômicas UFPR

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
2	PRIMEIRAS ANÁLISES ACERCA DA POLÍTICA FISCAL NO PENSAMENTO MACROECONÔMICO	9
2.1	ESCOLA CLÁSSICA – TEORIA QUANTITATIVA PURA DA MOEDA	9
3	A POLÍTICA FISCAL PÓS DÉCADA DE 1930	12
3.1	A REVOLUÇÃO KEYNESIANA	12
3.1.1	Política fiscal, orçamento e investimento.....	16
3.2	SÍNTESE NEOCLÁSSICA E MONETARISMO.....	18
3.3	EQUIVALÊNCIA RICARDIANA	20
3.3.1	Crítica ao <i>Trade-Off</i> Inflação x Desemprego.....	21
3.3.2	Efeito <i>Crowding-Out</i> e o Déficit Público.....	23
3.4	NOVOS DESDOBRAMENTOS PARA A POLÍTICA FISCAL.....	24
3.4.1	Modelo de gestão de dívida pública.....	25
3.4.1.1	Dominância Fiscal e Inflação num Contexto de Modelo de Gestão de Dívida Pública	26
3.4.2	A FTPL (<i>Fiscal Theory of Price Level</i>).....	27
3.4.3	Política de Metas de Inflação.....	29
4	EFEITO DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS MACROECONÔMICA EM PROGRAMAS DE AJUSTE FISCAL NUMA ECONOMIA COM METAS DE INFLAÇÃO	30
4.1	O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	30
4.1.1	Crítica a Adoção do Regime de Metas de Inflação.....	34
5	POLÍTICA FISCAL X POLÍTICA MONETÁRIA – DIMINUINDO A DISCRICIONARIEDADE, INCONSISTÊNCIA INTERTEMPORAL E FALTA DE COORDENAÇÃO DA POLÍTICA ECONÔMICA	38
5.1	REGRAS X DISCRICIONARIEDADE	39
5.2	REGRAS PARA A POLÍTICA MONETÁRIA	40
5.2.1	Função Reação de Política Monetária: A Regra de Taylor.....	41
5.3	REGRAS PARA POLÍTICA FISCAL	44
5.3.1	Coordenando política fiscal e monetária: A regra de Taylor fiscal e o ajuste fiscal eficiente.....	46

5.3.1.1 O ajuste fiscal eficiente.....	48
6 CONCLUSÃO.....	52
REFERÊNCIAS.....	56

1 INTRODUÇÃO

A política fiscal surge como tema de discussão e controvérsias desde os princípios da teoria econômica. Durante os últimos anos, a política fiscal sofreu diversas modificações de propostas, cada uma procurando explicar as lacunas deixadas pela anterior, explanando os novos fenômenos que ocorriam na economia ao longo do tempo. A cada novo episódio inexplicável pelo *mainstream* da época, surgia uma nova teoria procurando sanar o problema, mas acabava por cair frente a algum novo acontecimento. Suas diferentes teorias, conceitos e regras de manipulação evoluíram com o passar do tempo, apesar de nunca ter se chegado a uma conclusão efetiva de qual o melhor *modus operandi* para sua condução.

Durante muito tempo a política fiscal foi dominada pelo arcabouço liberal clássico, até seu abandono por falta de respostas pós-crise de 1929. A partir da década de 30, a política fiscal se solidifica nos meios acadêmicos como um dos principais temas abordados pela macroeconomia. A primeira grande influência toma corpo com a Teoria Geral de Keynes, com o rompimento das doutrinas clássicas e a formação de uma política fiscal de cunho intervencionista e mediador do progresso econômico. A ascensão da teoria keynesiana sob a concepção do intervencionismo e controle do produto ainda se fundamentava até sua ruptura nas crises do petróleo de 1973 e 79, juntamente com a queda de produtividade do trabalho desta época, denotando em novas conduções para a política fiscal. Ascendeu o surgimento de um novo cenário de alta de preços, recessão e desemprego, levou a descrença das políticas keynesianas e o ressurgimento do classicismo, figurado pelas doutrinas monetárias e neoclássicas. Após estas, novas e velhas teorias apareceram e desapareceram, quase sempre fundamentadas nestes dois princípios teóricos; o intervencionismo keynesiano contra o liberalismo monetarista-neoclássico.

Com a mudança do instrumental fiscal-monetário dos anos 90, uma nova roupagem político administrativa da política econômica surge. Um novo consenso entre os economistas da atualidade relata que a política econômica deve ter como sua principal função à busca pela estabilidade. Porém a forma

como a política fiscal e monetária vai afetar as variáveis econômicas como desemprego e inflação, e como esta deve ser conduzida, intervencionista ou passiva, ainda diverge este tema em grupos distintos.

O regime de metas de inflação surge na política monetária estabelecendo novas relações diferentes dos até então modelos anteriores. Este regime surge como a principal proposta do modelo para administração da política monetária, como um desdobramento da tese de independência do Banco Central. O modelo fica popular nos anos 90 com testes empíricos que comprovam redução de inflação com a adoção da política e a independência do Banco Central.

Já na discussão sobre política fiscal, surge um novo pensamento que domina o *mainstream* da política econômica, com a utilização de uma política fiscal neutra, com busca de superávits e redução da dívida pública. Para esta modelagem, a sustentabilidade da dívida pública juntamente com regras de fiscalização de gastos devem balizar as ações dos agentes monetários e fiscais, afim de manter a estabilidade do sistema econômico. Assim, em poucas palavras, o novo receituário fiscal deve se associar ao controle da dívida pública (na relação dívida/PIB) e a política de orçamento equilibrado como objetivo central de curto prazo. No longo prazo, tanto política fiscal ou monetária procuram através destes instrumentos a manutenção da estabilidade macroeconômica

Porém, com o controle do agregado monetário em seu principal instrumento (a taxa de juros), a uma instituição independente (Banco Central), se configura um novo modo de condução de política econômica, no qual além da política monetária, se estabelece novos rumos e relações desta com a política fiscal. Economias que se utilizam do regime de metas de inflação acabam subordinando boa parte de suas variáveis macroeconômicas, deixando limitada a capacidade de financiamento de déficit público, seja via instrumento monetário ou imposto inflacionário. Como consequência desta restrição fiscal, a quantidade de moeda tende sempre a permanecer em níveis mais baixos, mantendo a taxa de juros de curto prazo a níveis real e nominal elevado, freando a economia. Esta submissão da política fiscal a monetária faz com que

o Banco Central detenha todo o poder necessário para o combate inflação por via taxa de juros, porém pode ter conseqüências nocivas no combate de recessões e no crescimento econômico.

O presente trabalho visa verificar de que forma as teorias de política fiscal se transformaram com o tempo, passo aos acontecimentos ocorridos a cada época e suas limitações de explanação. Junto a este, trabalha o papel da política fiscal atualmente, no regime dominante que hoje se constitui no regime de metas de inflação, verificando como a mesma toma parte da política econômica neste novo arcabouço teórico. Por último, relata-se a dicotomia de concepção de política discricionária e com regras, onde busca-se verificar o que as teorias atualmente mais utilizadas revelam em cada uma e seus modelos e como um *mix* de ambas pode representar uma solução mais efetiva para a manutenção da estabilidade macroeconômica.

2 PRIMEIRAS ANÁLISES ACERCA DA POLÍTICA FISCAL NO PENSAMENTO MACROECONÔMICO

A atuação da política fiscal na economia sempre foi tema de controvérsias entre os meios acadêmicos. Durante os últimos anos, a política fiscal sofreu diversas modificações de propostas, cada uma procurando explicar as lacunas deixadas pela anterior, explanando os novos fenômenos que ocorriam na economia ao longo do tempo. A cada novo episódio inexplicável pelo *mainstream* da época, surgia uma nova teoria procurando sanar o problema, mas esta acabava por cair frente a algum novo acontecimento.

As primeiras tentativas de verificar as influências das ações econômicas do governo na economia datam dos clássicos, dos quais se destaca David Hume (1752) com sua teoria quantitativa pura da moeda. A política fiscal começou a ganhar mais foco e ficou mais conhecida com os estudos de Keynes em sua *Teoria Geral* na década de 30, argumentando como uma política fiscal expansionista (ou contracionista) pode influenciar o nível de atividade da economia. Após eles verificamos a ascensão dos monetaristas, liderados por Milton Friedman na década de 70 e 80, que retornam com um “classicismo disfarçado” através de um novo enfoque da teoria quantitativa da moeda. A partir da década de 90 um novo pensamento domina o *mainstream* da política fiscal, com a concepção da utilização de uma PF neutra, com busca de superávits e redução da dívida pública.

2.1 ESCOLA CLÁSSICA – TEORIA QUANTITATIVA PURA DA MOEDA

A doutrina clássica tem em seu conteúdo uma tentativa de aproximação do que seria uma política fiscal ideal.

Segundo a teoria econômica clássica¹, a economia sempre tenderá ao estado de equilíbrio. Para ela, o mercado é auto-regulador de seus processos e auto-corretor de seus desequilíbrios. Desequilíbrios seriam apenas transitórios, um rito de passagem entre um ponto de equilíbrio e outro, que seria obtido pela atuação das próprias forças de mercado. Assim a economia sempre tenderia a permanecer em pleno emprego e a eficiência dos mecanismos de alocação do mercado, após algum choque externo, sempre levaria a economia a um novo equilíbrio entre oferta e demanda. Neste mundo perfeito, dominado pela “mão-invisível” de Adam Smith², não haveria espaço para desemprego involuntário, recessão ou insuficiência de demanda.

A doutrina clássica se baseia em duas proposições:

- A perfeita flexibilidade de preços e salários, que responde imediatamente a qualquer ajuste de oferta e demanda;
- O pleno emprego é atingido deixando o mercado agir livremente, através do ajuste automático de preços.

Estas duas proposições levam a seguintes conseqüências quanto à política econômica:

- A política fiscal é ineficaz em qualquer circunstância, uma vez que gera apenas realocação de recursos do meio privado para o público, resultando em um aumento no nível de preços (inflação) e um efeito nulo no nível de renda, efeito que foi nomeado posteriormente pelos novo-clássicos como efeito *crowding-out*;
- A política monetária também é ineficaz, uma vez que não altera o produto, gera apenas inflação.

¹ Segundo Keynes, autores clássicos geralmente são definidos como autores predecessores de Ricardo (e ele mesmo). Porém, para ele, juntamente a estes poderiam-se acrescentar alguns autores pós Ricardo, como J. S. Mill, Marshall e o Prof. Pigou. (Keynes, 1936)

² SMITH, A. Riqueza das Nações. São Paulo: Ed. Os Economistas, 1996. 2 vols.

Nas palavras de VILLAREAL (1984):

“Implica isso que a política fiscal é ineficaz para aumentar a produção e o emprego. A única coisa que faz é provocar inflação e a realocação dos recursos, dos investimentos do setor privado para o gasto governamental no mesmo nível (*crowding-out*). O corolário é o que o governo de manter uma política de orçamento equilibrado (receitas igual às despesas). A política monetária expansionista tampouco é eficiente para aumentar a produção e o emprego, mas provoca inflação.” (VILLAREAL, 1984, p. 59-60)

A este processo da ineficiência da moeda na renda denominou-se de dicotomia entre a economia real e monetária derivada a teoria quantitativa pura da moeda, que, posteriormente viria ser novamente utilizada pelos monetaristas.

A teoria quantitativa da moeda foi desenvolvida por David Hume (1792), e dominou o pensamento econômico nos séculos XVIII e XIX. Segundo esta, em uma economia fechada, o nível de preços era igual à moeda circulante, e em caso de economia aberta, os desequilíbrios de pagamentos e recebimentos gerariam desequilíbrios de oferta monetária e preços internos, o que faria com que o mercado externo voltasse ao equilíbrio e o nível de preços estabilizasse.

Em suma, a ideologia clássica defendia que:

- O Estado como um agente não econômico. O governo deve ser passivo economicamente, uma vez que uma intervenção fiscal somente geraria desequilíbrios que demandariam esforço e tempo do mercado para serem corrigidos;
- Um mercado alocando eficientemente os recursos, uma vez que defendendo seus interesses individuais, cada agente estaria beneficiando o coletivo.

A queda do pensamento clássico ocorre nos anos 30, já que esta se mostrou limitada a explicar o que ocorreu na depressão de 29.

3 A POLÍTICA FISCAL PÓS DÉCADA DE 1930

A partir da década de 30, a política fiscal se solidifica nos meios acadêmicos como um dos principais temas abordados pela macroeconomia. A primeira grande influência toma corpo com a Teoria Geral de Keynes (1936), com o rompimento das doutrinas clássicas e a formação de uma política fiscal de cunho intervencionista e mediador do progresso econômico. A revolução keynesiana e seu pensamento perduraram durante quase 40 anos, porém, enfrentou forte oposicionismo durante os anos 70. A crises do petróleo de 73 e 79 juntamente com a queda de produtividade do trabalho desta época, ascendeu o surgimento de um novo cenário de alta de preços, recessão e desemprego, levou a descrença das políticas keynesianas e o ressurgimento do classicismo, figurado pelas doutrinas monetárias e neoclássicas.

Nos próximos sub-tópicos será contextualizado e abordado os novos (e os velhos) argumentos que cada uma trouxe a política fiscal e suas formas de explicar como esta deve ser conduzida.

3.1 A REVOLUÇÃO KEYNESIANA

A política fiscal apresentou novas bases teóricas após a crise de 1929. A depressão de 30 minou a teoria clássica, por conta de um novo fato surgido e não explicado pela mesma; o desemprego gerado nos EUA e Inglaterra que se apresentava não voluntário e não transitório. O keynesianismo se apresentou como uma revolução científica, procurando explicar o novo fenômeno que se apresentava pós 29.

Keynes inicia sua teoria econômica com dois princípios que refutam o classicismo; a economia capitalista, ao contrário do que se pensava, não é perfeita e gera dois infortúnios, desemprego e concentração de riqueza. Conforme citado por Keynes (1936) no capítulo 2 em sua Teoria Geral:

“Contudo, a outra objeção, de fundamental importância, que formularemos nos capítulos seguintes, decorre de nossa contestação da hipótese de que o nível geral dos salários reais seja diretamente determinado pelo caráter das negociações sobre salários. Ao supor que as negociações sobre salários determinam o salário real, a escola clássica descambou para uma hipótese arbitrária, pois os trabalhadores, em conjunto, *não* dispõem de nenhum meio de fazer coincidir o equivalente do nível geral de salários nominais expresso em bens de consumo com a desutilidade marginal do volume de emprego existente. (...)

Além do desemprego “friccional”, o postulado é ainda compatível com o desemprego “voluntário”, em razão da recusa ou incapacidade de determinada unidade de mão-de-obra em aceitar uma remuneração equivalente à sua produtividade marginal, em decorrência da legislação, dos costumes sociais, de um entendimento para contrato coletivo de trabalho, ou, ainda, da lentidão em adaptar-se às mudanças ou, simplesmente, em consequência da obstinação humana. Todavia, estas duas categorias de emprego, “friccional” e “voluntária”, são abrangentes. Os postulados clássicos não admitem a possibilidade de uma terceira categoria que passarei a definir, mais adiante, como o desemprego “involuntário”. (KEYNES, 1936, p.46-49)

A proposta keynesiana de aumentar os gastos em momentos de recessão e diminuir em momentos de progresso, como forma de estímulo a atividade econômica por meio de efeito multiplicador, foi muito utilizada nos anos 60 e 70. Este período foi caracterizado por alto crescimento e baixa inflação.

A revolução keynesiana, segundo James Tobin (1980), pode ser resumida em 4 tópicos:

- Os preços e salários não respondem imediatamente a ajustes de oferta e demanda. Estes ajustes tendem a ocorrer lentamente;
- A economia capitalista é tendenciosamente vulnerável ao desemprego involuntário;
- A formação de capital é reflexo das expectativas dos indivíduos quanto a seus lucros e riscos. Estas funções de expectativas são internas aos indivíduos e dificilmente podem ser quantificadas. As expectativas constituem um poderoso elemento estabilizador e propulsor para os investimentos na economia, e sua destruição pode levar uma economia a uma recessão cíclica e grande estagnação;
- Ainda que salários e preços fossem responsáveis pelos excessos ou escassez de oferta e demanda do mercado, sua flexibilidade não

estabilizaria uma economia como a capitalista, sujeita a choques exógenos.

As implicações quanto a estas novas concepções são:

- O sistema de mercado livre não é perfeito e muito menos auto-corretivo, nem no curto, nem no longo prazo;
- Refutando a Lei de Say, em que toda a oferta cria sua demanda, e que por isso os mercados permanecem em equilíbrio, o mercado financeiro também é desequilibrando e poupança não significa investimento assegurado;
- Não existe dicotomia entre monetário e real. A importância da moeda e das instituições financeiras são de primeira ordem na economia real. Para Keynes, a economia real era afetada pela monetária pelo fato da velocidade de circulação da moeda ser variável, e não fixa como definiam os clássicos.

Assim Keynes corroborando com o que acontecia em 1929, demonstrou que o mercado livre não leva ao pleno emprego. Desequilíbrios podem surgir nos 3 mercados:

- Bens e serviços – Onde poupança não é igual a investimento;
- Monetário – Onde em uma situação extrema de aumento da oferta de moeda não ocasiona baixa de juros (armadilha de liquidez);
- Trabalho – Onde a luta entre empregados e patrões faz com que os salários não sejam flexíveis a baixa;

A política econômica keynesiana parte que, ao contrário dos clássicos, o governo se torne um agente econômico disposto a assegurar o pleno emprego

e crescimento da economia através de um controle ativo dos agregados econômicos. Uma leitura pós-keynesiana da teoria econômica de Keynes revela dois tópicos principais:

- O investimento é o motor da economia no curto e no longo prazo e as decisões de gasto determinam a dinâmica econômica;
- Devido à existência de preferência pela liquidez como parte da decisão de gastos e investimentos dos agentes, a moeda não é neutra. As preferências do consumidor pela retenção de moeda afetam o lado produtivo da economia, através da decisão de gastar ou reter moeda. Uma maior preferência pela liquidez, ocasionada por exemplo por um motivo de precaução acaba sendo um vazamento da corrente de gastos, suprimindo a demanda efetiva, o investimento, devido à incerteza do mercado.

Assim, as crises do capitalismo são frutos das expectativas e riscos associados aos investimentos (incerteza e ignorância sobre o futuro). As crises podem ser geradas pela influência e ignorância de consumidores que não sabem o que compram e pela ação de especuladores interessados no ganho imediato e não no investimento futuro, criando incertezas sobre o mesmo.

Nas economias monetárias relatadas de Keynes (1936), a decisão de consumir ou poupar é tomada através de prognósticos, com graus de incerteza quanto a renda futura. A incerteza faz com que os agentes retenham mais moeda do que o necessário para suas transações (motivo precaução). Assim, Keynes conclui que o principal fator que condiciona um investimento ou gasto é a expectativa do agente quanto ao futuro da demanda do mercado e sua renda.

Em suma, as expectativas de demanda e o grau de confiança determinam a preferência pela liquidez e o nível de investimentos. A demanda efetiva é determinada pelo efeito multiplicador.

A demanda efetiva é instável, uma vez que depende de motivos racionais e instintivos inerentes aos indivíduos, características difíceis de

mensurar. Assim situações de desequilíbrios tendem a ser regra em uma economia de incertezas e que utiliza a moeda usada como meio de proteção de riqueza.

Neste contexto é como a política fiscal deve interferir na dinâmica econômica. Segundo Keynes (1936), a administração da demanda efetiva de curto prazo deve ser feita por via fiscal e monetária. Assim as melhores formas de alavancar a atividade produtiva do lado fiscal são a redução de impostos sobre renda pessoal e principalmente, o aumento de gastos do governo. O aumento do volume de moeda em circulação e a baixa dos juros como estímulo ao investimento privado são os caminhos do lado monetário para uma política econômica de combate ao estado recessivo (lembrando que a expansão monetária como instrumento de política anti-cíclica está restrita a armadilha de liquidez).

A política fiscal deve ser coordenada com a política monetária, afetando a preferência pela liquidez dos agentes, diminuindo os custos do financiamento público e estimulando o investimento através de juros menores, já que nos períodos de incerteza a preferência por reter dinheiro é maior do que em períodos de relativa estabilidade.

3.1.1 Política fiscal, orçamento e investimento

Keynes, em sua obra, continua sua explanação sobre política fiscal parte para os tópicos de planejamento orçamentário e investimento privado.³

Na política fiscal, Keynes declara que o elemento fundamental para seu uso é o gasto público, e não o déficit de contas. Para ele, a autoridade monetária deve administrar o mix de emissão de moeda e dívida, uma vez que estes interferem no mercado monetário e também na taxa de juros. Assim a missão do governo é sustentar seu financiamento da forma que menos cause dispêndio.

³ Kregel (1991) e Carvalho (1999) em Hermann (2006), p.4

Admitindo uma curva de rendimentos normal (decrecente), onde o aumento do prêmio de risco dos juros aumenta com o tempo, do ponto de vista do custo o melhor seria um financiamento de dívida de curto prazo com juros menores. Porém isto pode gerar pressões inflacionárias. Assim o *mix* ideal adequaria a estrutura de juros à composição da dívida. Em períodos de otimismo, o ideal seria a troca de dívidas de curto por longo prazo, e o contrário em casos de pessimismo.

O gasto público neste contexto segue o seguinte fluxo na renda:

- Os gastos representam compras de bens e serviços do governo;
- Estes gastos estimulam a produção das empresas e o consumo das famílias;
- A demanda agregada é elevada pelos gastos e diminuída pelo recolhimento de impostos do governo;
- Porém esse possível efeito de redução de gastos-impostos pode ser mitigado quando a economia está em recessão, uma vez os impostos podem ser recolhidos de poupança privada (que tende a aumentar em períodos de incerteza). Assim, os impostos recolhidos nos períodos de recessão (quando a política anticíclica deve ser utilizada), podem vir desta poupança e ser realocados de maneira mais produtiva na economia

Quanto ao orçamento de governo, Keynes defendia a existência de dois orçamentos, um ordinário para custeio dos gastos (este que deveria ser equilibrado ou ligeiramente superavitário) e outro de capital para investimento. Assim nos períodos de prosperidade, o governo deveria ficar superavitário no orçamento ordinário, e esta receita deveria ser usada para investimento nos períodos de recessão. Também defendia uma ação preventiva da política fiscal, com planejamento de gastos de capital coma a finalidade de manter o nível de demanda efetiva. Assim a geração de déficit só ocorreria em casos de extrema necessidade de intervenção

Para ele, os gastos públicos também poderiam afetar o investimento. Porém o governo teria de agir por um longo período com gastos significativos, sinalizando aos agentes uma mudança de longo prazo no caminho da política fiscal. Assim, defende a utilização do orçamento de capital com regras claras, que sinalizem ao empresário o comprometimento do setor público com o crescimento. Quando a política fiscal é usada de forma errática, seu efeito pode ser nulo inclusive em momentos recessivos, pois o governo não somaria investimento privado a seus gastos, apenas o substituiria. Assim a política fiscal deve ser utilizada com planejamento de médio e longo prazo, pois sua utilização descontrolada mina as expectativas dos agentes e acaba se tornando inerte com o tempo.

3.2 SÍNTESE NEOCLÁSSICA E MONETARISMO

Durante os anos 60 a estabilidade comercial e econômica americana garantiu uma estabilidade no sistema de comércio internacional. Após a primeira crise do petróleo e já sob o regime de câmbio flexível o dólar desvaloriza e esta confiança se abala, tornando o sistema financeiro uma fonte de incertezas. A economia sofre uma estagnação pela redução do comércio internacional e o aumento dos juros.

Com a primeira crise do petróleo de 1973 e as demais mudanças e conseqüências ocorridas nos anos 70, entre elas a aceleração inflacionária, baixa produtividade e déficit público, levaram a busca de novas frentes econômicas explicativas em crítica ao keynesianismo.

Os desequilíbrios interno e externo nos países desenvolvidos (características antes apenas encontradas nos países subdesenvolvidos) surgem com um novo fenômeno, posteriormente denominado estagflação. A estagflação foi uma novidade, antes nunca surgida nos países desenvolvidos.

A inflação, juntamente com queda no crescimento, déficit de balança comercial, queda da produtividade por pessoa e problemas de acumulação de capital representaram a queda do *trade-off* keynesiano de inflação

desemprego. O problema presente transcendia os níveis de explicação do keynesiano ou clássicos, pois não trabalhavam com novos problemas, como baixa taxa de poupança, tecnologia, e necessidade de recursos escassos (petróleo).

Diante deste novo cenário econômico as teorias até então vigentes ficaram inadequadas para explicar os problemas e indicar recomendações para esta nova crise. A teoria clássica baseada no ajuste de preços relativos e a keynesiana sobre a administração da demanda não foram capazes de explicar a crise ocorrida neste período. O esquema teórico para entender esta novidade devia ser estrutural, sendo uma tentativa à volta a ortodoxia clássica com o monetarismo. Conforme VILLAREAL (1984):

“(...) reabilitação da teoria quantitativa da clássica, formulando a teoria quantitativa da moderna da moeda que constitui a “pedra angular” da argumentação da teoria e política macroeconômica desse enfoque (...) a teoria quantitativa moderna (...) sob a ótica das expectativas racionais, tem como resultado a construção de um modelo monetarista extremo, que na prática significa voltar a tal ponto ao modelo clássico que Tobin batizou como “A Nova Macroeconomia Clássica” (VILLAREAL, 1984, p. 93)

Com o revés sofrido pela política monetária após os anos 70 e 80 – representados principalmente pela queda do keynesianismo embasado no *trade-off* entre inflação e desemprego (curva de Philips). O *mix* de política fiscal e política monetária é posto em xeque pelos monetaristas e logo após por Lucas (1981), com a modelagem de expectativas racionais. Lucas defendia que ao contrário do pensamento keynesiano os agentes mudam suas posições dependendo da política econômica adotada. A política fiscal como forma de influenciar a economia também é refutada por esta nova frente. Após os anos 70, o cenário econômico desestabilizou com os choques do petróleo e a queda do câmbio fixo de Bretton Woods. O receituário keynesiano de aumento de gastos e controle de demanda efetiva parece não mais solucionar o problema então vigente.

A análise das expectativas racionais questiona a adoção de políticas ótimas capazes de maximizar o objetivo da política econômica.. Assim as

expectativas racionais refutam as medidas de administração de demanda e defende a adoção de estratégia de política econômica, como forma de reduzir a instabilidade e alcançar ganhos com políticas mais claras e previsíveis.

Na discussão sobre a eficiência da expansão fiscal para afetar a economia real, o monetarismo parte da teoria quantitativa da moeda, explicando que velocidade-renda da moeda é estável em qualquer circunstância, sendo que então qualquer expansão será somente refletida em inflação. Sua principal característica surge pela reabilitação da economia quantitativa clássica, sobre uma nova roupagem. A teoria quantitativa da moeda monetarista – representada pela equação $MV=PY$ – demonstra que a inflação é um fenômeno puramente monetário, uma vez que a principal aceitação dos monetaristas está na velocidade constante da moeda (VILLAREAL, 1984).

A ineficácia da política fiscal para os monetaristas vem da sua teoria de criação de expectativas e a existência de uma taxa natural de desemprego (uma reformulação dos clássicos, que trabalhavam com o pleno emprego). Assim considerando um mundo em concorrência perfeita, com pleno ajuste de preços, uma taxa de equilíbrio de emprego, e os agentes formando expectativas racionalmente, qualquer mudança será automaticamente absorvida pela economia, não gerando impacto em sua atividade.

3.3 EQUIVALÊNCIA RICARDIANA

Os modelos neoclássicos de política fiscal se baseiam na equivalência ricardiana. Ela defende que o financiamento público por meio de títulos tem o mesmo efeito que um aumento de impostos para suprir os mesmos. Segundo ela isso se deve a:

- Validade do modelo de expectativas racionais, onde os agentes tomam suas decisões com toda a informação disponíveis, por modelos sempre corretos;

- Baseadas no modelo do ciclo de vida, onde os agentes medem sua renda pela renda permanente, surgindo um mix de consumo e poupança que mantém um padrão de vida estável ao longo do tempo, apesar da renda disponível durante este tempo ser diferente;

Assim, conforme HEMMING, KELL e MAHAFOUZ (2002):

“Se os consumidores são ricardianos, no sentido de que seguem uma orientação prospectiva, e estão totalmente cientes da restrição orçamentária intertemporal do governo, estarão desde já prevendo que um corte nos impostos hoje, financiado pela emissão de dívida pública, resultará na cobrança de impostos mais elevados no futuro, afetando sua família com vida infinita. Os rendimentos permanentes, por conseguinte, não são afetados e, na falta de restrições à liquidez e com a presença de mercados de capitais perfeitos, o consumo não se alterará (Barro, 1974). Assim, temos a equivalência ricardiana entre os impostos e o endividamento. A equivalência ricardiana perfeita implica que uma redução na poupança pública resultante de um corte nos impostos é plenamente contrabalançada pelo aumento da poupança privada e que a demanda agregada não é atingida. O multiplicador fiscal nesse caso é zero”. (HEMMING, KELL e MAHAFOUZ, 2002, p. 7)

Então, com estes pressupostos, os agentes antecipariam os efeitos de uma política fiscal, acreditando que com uma expansão fiscal hoje virá um aumento futuro de impostos para cobrir esta dívida. Portanto, a tendência dos agentes seria poupar o que agora sobra pelo incentivo do governo, para fazer frente futuramente aos impostos que voltariam a seus níveis mais altos.

Com isso o efeito multiplicador da renda relatado pelos keynesianos seria nulo, ou seja, aumentando o gasto público ou diminuindo os impostos o efeito seria o mesmo de quando o governo atua com orçamento equilibrado. Assim uma política fiscal que trabalha com déficits além de inerte seria um encargo para as gerações futuras, que terão de pagar os tributos hoje não recolhidos.

3.3.1 Crítica ao *Trade-Off* Inflação x Desemprego

Os modelos novo-clássicos apontam dois erros da política econômica keynesiana; a suposição de expectativas irracionais com o não aprendizado

dos agentes com os erros passados, e o comportamento não otimizador de recursos dos mesmos.

Enquanto os neokeynesianos defendiam uma curva de Phillips, que demonstra a *trade-off* entre inflação e desemprego, com uma inclinação negativa no curto e longo prazo, partindo do princípio das expectativas adaptativas, onde após um período de redução de emprego e inflação, o mercado volta à nova base de preços e ao equilíbrio, os neoclássicos pesam que ela é vertical, pois existe um desemprego intrínseco a economia que não pode ser atingindo no longo prazo.

Segundo o princípio neoclássico das expectativas racionais, a curva de Phillips é vertical até mesmo no curto prazo. Por esta formação de expectativas, o ajuste do impacto da política fiscal é automaticamente absorvido, uma vez que os agentes têm plena informação sobre o que vai acontecer com os preços através de um processo de *forward-looking*. Assim o governo torna-se inerte na atuação econômica tanto no longo quanto no curto prazo.

Assim enquanto os keynesianos acreditam que o *trade-off* relatado permanece no longo prazo, devido ao ajuste imperfeito de preços, os neoclássicos defendem que a intervenção do Estado na economia acabará só gerando inflação e sem reação no longo prazo.

As implicações derivadas desta nova teoria são:

- Com velocidade e renda consideradas constantes, mudanças monetárias só refletem inflação;
- Devido à existência de uma taxa intrínseca de desemprego, o Estado não pode afetar o mercado de trabalho nem a produção;
- O mercado não pode regular preços, uma vez que estes são perfeitamente flexíveis.

Aqui é visto o retorno da dicotomia clássica entre economia real e monetária. A ação do Estado não produz nenhum benefício na economia, nem no curto prazo nem no longo prazo. Qualquer intervenção monetária não afeta o produto em nenhuma circunstância, apenas gera inflação. O Estado atuante além de ineficaz ainda pode ser perverso, provocando inflação e inibindo o progresso técnico com regulações de preço.

3.3.2 Efeito *Crowding-Out* e o Déficit Público

As escolas novo-clássica e monetarista atacavam os efeitos danosos do déficit público e a sustentabilidade da dívida nas políticas keynesianas. Abordavam especialmente três efeitos graves para seu abandono:

- O efeito *crowding-out*, que demonstravam matematicamente a ineficiência da política fiscal;
- A geração de inflação pelo inchamento dos gastos fiscais;
- A influência sobre as expectativas inflacionárias, de acordo com a nova abordagem de expectativas racionais.

Conforme Hermann (2006):

“A possibilidade e intensidade do efeito CR não tem relação direta com o ritmo prévio da atividade econômica, mas sim com as *condições de financiamento* dos gastos do governo. Em primeiro lugar, o efeito CR só existe se o governo operar com *orçamento eficitário*: neste caso o setor público estará disputando os recursos das instituições financeiras com o setor produtivo privado”. (HERMANN, 2006, p.8)

O efeito *crowding-out* é causado pelo aumento dos gastos públicos, que por sua vez geram inflação e instabilidade. Além disso, no enfoque da equivalência ricardina, o aumento da dívida é uma ameaça ao aumento futuro de impostos.

O efeito *crowding-out* tem relação direta com as condições de financiamento do governo. Este só surge em orçamentos deficitários, onde o setor público entra em rivalidade com o setor privado na ocupação da atividade econômica. Isto se deve porque as instituições financeiras irão preferir reter títulos da dívida pública, que pagarão juros maiores em resposta ao prêmio de risco de um déficit orçamentário maior, do que financiar o setor privado, recebendo juros menores.

Além do orçamento deficitário, o efeito *crowding-out* depende de outras variáveis para ocorrer. O aumento dos juros é o principal motivo de sua causa, e para este ocorrer deve-se ter uma situação de escassez de recursos bancários. Para esta, uma das 3 seguintes situações deve se apresentar na economia:

- Um rápido crescimento econômico ou uma política monetária restritiva. A primeira mostra a não necessidade de intervenção fiscal em períodos de crescimento, e a segunda a coordenação necessária entre política fiscal e monetária para Keynes;
- Elevada preferência pela liquidez. Apesar de necessária, esta ocorre pela incerteza, portanto não é uma fonte geradora do efeito;
- Rejeição de títulos pelo governo, ou racionamento do crédito do governo. Situação extrema e rara de exigência de um prêmio adicional para retenção dos títulos do governo, impedindo o governo de trabalhar com déficit.

3.4 NOVOS DESDOBRAMENTOS PARA A POLÍTICA FISCAL

A partir da década de 90 tem-se uma nova mudança na discussão sobre política fiscal. Partindo do keynesianismo de gastos a síntese neoclássica e monetarismo não-intervencionista, surge um novo pensamento que domina o *mainstream* da política econômica, com a utilização de uma política fiscal

neutra, com busca de superávits e redução da dívida pública. Para esta modelagem, a sustentabilidade da dívida pública juntamente com regras de fiscalização de gastos devem balizar as ações dos agentes monetários e fiscais, afim de manter de estabilidade do sistema econômico.

3.4.1 Modelo de gestão de dívida pública

A abertura dos mercados durante os anos 80 e a ampliação da atividade especulativa devido à liberalização do capital na maioria dos países foram os ritos de passagem entre a velha e a nova concepção política. A política macroeconômica começa a trabalhar com um maior comprometimento com os retornos dos ativos e a estabilidade financeira, como forma de oferecer um horizonte claro aos agentes para adotarem suas decisões de investimento. Assim, esta nova abordagem identifica que a credibilidade só é conquistada mediante uma continuidade das políticas adotadas, para superar a inconsistência intertemporal o governo deve manter-se fiel ao seu plano, independente da situação econômica vigente. Para isso, a existência de um quadro institucional organizado com capacidade de adotar e manter uma política pré-estabelecida é necessário, entre os quais aparece principalmente a figura do banco central independente, como forma de garantir a estabilidade de preços.

O modelo de gestão de dívida pública, criado e defendido por autores como Arestis e Sawyer (1998) surge com novos desdobramentos sobre a política fiscal ideal. Para seus seguidores, a política fiscal deve atuar como fiadora do investimento, ou seja, estabelecer um claro compromisso com a ausência de risco de calote das instituições públicas. A esta âncora fiscal cabe a responsabilidade de assegurar a redução do risco-país e o esforço central para ganhar a confiança do investidor.

As regras começam a ser adotadas em detrimento da discricção fiscal. Mudanças discricionárias na política fiscal começam a ser vistas com maus olhos, ocasionado fugas de capital, que refletem em aumento de risco-país,

deterioramento da taxa de câmbio e elevação da taxa de juros. O ajuste fiscal surge como forma de garantir a confiança de expectativas dos agentes. Não se tem mais a idéia da margem de manobra fiscal do governo diante de alterações econômicas. A consistência intertemporal, o seguimento de princípios preestabelecidos, a obediência de regras das instituições monetárias e fiscal trabalham diretamente para validar as expectativas dos agentes econômicos, visando alcançar seus objetivos pré-estabelecidos. A trajetória esperada da situação fiscal se torna fator primordial para as avaliações de risco dos agentes dominados pelas expectativas racionais.

Este modelo, adotado como o atual *mainstream* de política econômica em vários países, verifica que os agentes só sentiram confortáveis para investir e consumir quando a trajetória das contas públicas é confiável. A crença na trajetória de solvência do governo é o pilar da estabilidade econômica. Assim a política econômica responsável é aquela que assegura a credibilidade da política fiscal para estabelecer a confiança dos investidores.

3.4.1.1 Dominância Fiscal e Inflação num Contexto de Modelo de Gestão de Dívida Pública

A necessidade de interação entre as políticas monetária e fiscal para a eficiência do modelo de sustentabilidade pública vem de encontro ao que a antiga visão político-monetária verificava.

Para os monetaristas a inflação deveria ser combatida somente com ajuste monetário, uma vez que a alta de preços derivaria apenas da senhoriagem monetária e do financiamento do setor público. Os limites da política monetária estariam em quanto se deseja sacrificar de emprego para o combate a inflação.

Neste novo marco teórico, é argumentado que a autoridade monetária talvez não seja plena no combate a inflação. Para os propositores desta teoria (SARGENT e WALLACE, 1981), o combate a inflação passa pela verificação da coordenação entre política monetária e fiscal. Na primeira entra em jogo o

papel do banco central independente, capaz de controlar a senhoriagem e a inflação. Do outro a autoridade fiscal, que definido o orçamento do governo definiria quanto de dinheiro em suas diversas formas (senhoriagem, déficit e dívida pública) seria necessário para cumprir com suas obrigações. Com uma economia que, gastando mais do que arrecada, começa a trabalhar em déficit, configura-se a situação de dominância fiscal. Com esta situação estabelecida, a política monetária acaba sendo dominada pela fiscal, pois tendo de cobrir déficits cada vez maiores, as taxas de juros acabarão subindo mais que a taxa de crescimento, e a senhoriagem em algum ponto terá de ser utilizada para cumprimento das obrigações, gerando inflação.

Porém, o problema maior não se restringe a geração de austeridade monetária, por meio de contração, objetivando uma queda da inflação no presente por maior inflação no futuro . A maior dificuldade de manter uma política monetária estável está no problema em que, os agentes adotando uma posição de expectativas racionais antecipam os movimentos do governo em uma política monetária restritiva e, prevendo uma nova elevação na quantidade de moeda no futuro e uma diminuição na taxa de juros, podem gerar inflação já no período presente. Assim a grande jogada da política monetária seria com que o banco central conseguisse gerar um controle fiscal de gastos. A firme autoridade do banco central no controle monetário leva à política fiscal a estabilidade, reduzindo a inflação. Assim o controle intertemporal da política fiscal é o segredo de uma política de combate a inflação.

3.4.2 A FTPL (*Fiscal Theory of Price Level*)

Em uma frente derivada da política de sustentabilidade da dívida pública, a FTPL (*Fiscal Theory of Price Level*) porém, não adota totalmente as idéias de Sargent e Wallace de combate a inflação por ação enérgica do Banco Central. Para eles, se a política fiscal não for apropriada, ou seja, não ocorra uma restrição orçamentária fiscal intertemporal com condição de equilíbrio, o mercado ajustará automaticamente seus preços acima dos níveis normais anteriores.

Por então, a FTPL defende que não importa se o banco central for independente, a deteriorização das contas fiscais é que leva a um aumento de preços, não importando se essa está sendo monetizada ou não. Para eles, o causador da inflação seria o efeito riqueza provocado nos agentes, uma vez que estes prevendo, por exemplo, um superávit menor do governo no período corrente, estariam induzidas a gastar mais pela expectativa do aumento dos gastos do governo e do setor privado no período futuro, levando a eles mesmo um gasto maior. Conforme escrito por LOPREATO (2006):

“A expansão do consumo, além do que a economia tem condições de ofertar, provoca o aumento de preços até o ponto em que a redução do valor real dos ativos nominais mantidos pelas famílias (que, no agregado, correspondem às obrigações nominais do governo) o faça equivalente ao valor esperado dos superávits públicos, permitindo o retorno ao equilíbrio.” (LOPREATO, 2006, p.12)

Assim não adianta o banco central estabelecer uma política monetária restritiva com os gastos do governo em expansão, pois isto apenas geraria um aumento no custo real da dívida e uma demora maior para a volta ao estado de equilíbrio da economia.

Segundo WOODFORD (1996, apud LOPREATO 2006, p.12), somente a adoção de uma política fiscal ricardiana sanaria o problema. Esta seria a garantia de que mesmo com choques fiscais exógenos, seja possível escolher uma política monetária que mantenha o equilíbrio. Independente de taxa de juros ou preços, a política monetária deve anular o crescimento da dívida pública. Assim a questão conclusiva para a FTPL não é ter uma política fiscal sustentável ou não, e sim uma política fiscal que esteja comprometida com uma restrição orçamentária intertemporal que não expanda a dívida.

Então, para um combate efetivo a inflação, o autor defende o uso da contração fiscal para o ajustamento intertemporal das contas públicas. Com este o risco de *default* é diminuído, os agentes estabelecem maior confiança no país, e o fluxo de capitais e atratividade dos títulos públicos se mantém em um bom nível.

3.4.3 Política de Metas de Inflação

A proposta monetária da política de metas de inflação parte em outro sentido. Para eles, o foco central é a consistência intertemporal da política monetária, que levaria os agentes a obter uma maior confiança na economia, eliminando o viés inflacionário das políticas discricionárias. Porém a necessidade de um banco central forte e independente é condição primária para a eficiência desta política. Além disso, deve-se combater a dominância fiscal como forma de garantir a sustentabilidade da expansão monetária. Citado por LOPREATO (2006):

“A proposta da política monetária baseada em metas de inflação parte de outra perspectiva analítica. O foco central é o debate em torno da idéia de adoção de regras *versus* políticas discricionárias. 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. O ganho de credibilidade favorece o desempenho econômico e elimina o viés inflacionário atribuído às políticas discricionárias.” (LOPREATO, 2006, p.14)

Portanto, o sucesso de uma política de metas de inflação só será alcançando com a presença de instituições fiscais responsáveis e comprometidas com o orçamento fiscal. Nesta visão, a política fiscal, embora seja central, ocupa um papel subordinado na posição de elemento ativo da política econômica. A política monetária se torna a principal responsável pela estabilidade de preços.

4 EFEITO DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS MACROECONÔMICA EM PROGRAMAS DE AJUSTE FISCAL NUMA ECONOMIA COM METAS DE INFLAÇÃO

O regime de metas de inflação surge como a principal proposta do modelo novo clássico para administração da política monetária, como um desdobramento da tese de independência do banco central de ROGOFF (1985) e WALSH (1995). O modelo fica popular nos anos 90 com testes empíricos que comprovam redução de inflação com a adoção da política e a independência do Banco Central.

Segundo seus propositores e defensores, o modelo de metas de inflação surge como forma de combater a existência do viés inflacionário – incentivo do governo a criar inflação com o intuito de reduzir o desemprego. Para eles, a ilusão monetária criada nos agentes pode fazer com que este objetivo seja atingido no curto prazo, porém no longo prazo a economia voltaria a seu patamar original de emprego com uma geração maior de inflação. Além disto, outros efeitos danosos da inflação, principalmente caracterizado pela instabilidade gerada no sistema e o comprometimento das expectativas dos agentes, seriam o motivo para o governo buscar um nível de preços estável até como forma de garantir o crescimento do investimento e do consumo.

4.1 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O regime monetário de metas de inflação foi introduzindo na política economia ao longo dos anos 90 em uma série de países, como nova Zelândia, Canadá, Inglaterra, Suécia, Israel, Austrália e Espanha. O modelo começou a se tornar popular pela sua suposta eficiência no combate inflacionário, e foi adotado também pelo governo brasileiro em 1999. A visão de uma política de metas de inflação se refere crença difundida de que a principal variável econômica a ser atingida no longo prazo é a taxa de inflação e esta, mantida

estável e em patamares leves, contribui de maneira significativa na alocação de recursos e no crescimento econômico.

O regime de metas de inflação é caracterizado pela ênfase a estabilidade de preços. A característica central do modelo é figurada pelo banco central independente no sentido de que a autoridade monetária vise à estabilidade de preços sem pressões externas, principalmente governamentais, que se sentiriam estimuladas a ativar o viés inflacionário em troca de um menor desemprego e maior crescimento de renda no curto prazo.

A adoção do regime em vários países como forma de combater a inconsistência intertemporal da política monetária se deve principalmente a dois fatores; a comprovada correlação negativa entre inflação e independência do banco central. e a aceitação do problema de inconsistência intertemporal e suas conseqüências ao sistema econômico (MODENESI, 2005). A delegação da política monetária a um agente independente, mantendo assim a credibilidade, é o objetivo único para a política monetária com o banco central independente. A criação de uma tecnologia de comprometimento com a política monetária, com arranjos institucionais que limitem seu poder discricionário e com a utilização regras definidas deve ser utilizados para garantir a reputação do banco central. Nas palavras de MODENESI (2005):

“A adoção do regime de metas de inflação é a principal proposição prática, isto é, de política econômica, do modelo novo clássico. Esse regime pode ser considerado um desdobramento da teoria de independência do banco central (...) Essa tese se tornou muito popular nos anos 1990 (...) apontando evidência empírica favorável à existência de uma relação negativa entre taxa média de inflação e o grau de independência do banco central” (MODENESI, 2005, p. 135-136)

O banco central independente tem como principal instrumento de combate inflacionário o controle da taxa de juros básica da economia. A sua independência se caracteriza como instrumento do combate inflacionário uma vez que ele seria responsável por apenas um objetivo principal – o controle do nível de preços. A teoria de independência do banco central revela que, quando o banco central deseja atingir vários objetivos diferentes ao mesmo

tempo, acaba sendo submisso a política econômica do governo e perdendo sua autonomia na decisão da política monetária.

A adoção de um banco central independente e uma política de metas de inflação se baseia em duas características principais:

- A ineficácia da política monetária. Segundo SARGENT e WALLACE⁴ (1981, apud LOPREATO, 2006) a racionalidade econômica (traduzida nas expectativas racionais), somada a concepção de taxa natural de desemprego e equilíbrio contínuo de mercado e oferta agregada leva a incapacidade da política monetária de afetar as variáveis reais da economia mesmo no curto prazo. Qualquer política monetária, mesmo a mais discricionária, é automaticamente absorvida pelos agentes e se torna inócua. Apenas desvios inesperados no curso da política econômica podem afetar as expectativas;
- A inconsistência intertemporal da política monetária e o viés inflacionário. Segundo KYDLAND e PRESCOTT (1994) entre outros autores dos quais destacam Calvo, Barro e Gordon, existe um problema entre a formação de política do *policymaker* na situação entre a redução dos males da sociedade e entre seu próprio interesse. O problema da inconsistência dinâmica nas decisões de política econômica é que mudanças de última hora na política monetária levam os agentes a desacreditarem na autoridade monetária. No futuro, a discricionariedade monetária faz com que a autoridade perca reputação, e esta começa a ser desatendida pelo público. Nesta concepção, a inflação seria o reflexo da falta de comprometimento da autoridade monetária com aquilo a que ela se designou a fazer. A credibilidade (grau de confiança) da política e a reputação, com respeito ao nível de confiança nos *policymakers*, se tornam chave para o sucesso da política monetária a ser adotada.

⁴ SARGENT, T. J; WALLACE, N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 5. n. 3, Witter, 1981.

Como instrumental, o modelo do regime de metas de inflação possui os seguintes elementos fundamentais:

- O anúncio de uma meta (ou uma banda com teto e piso) de médio e longo prazo para a inflação. O banco central também pode fazer anúncios de metas de curto prazo e como estas visam o atingir da meta de longo prazo. Assim o banco central aceita como plena a neutralidade da moeda, onde a mesma não pode ser utilizada para manipular as variáveis reais da economia. A medição da inflação é feita com base em algum índice de preços, excluindo os itens mais voláteis. Também é incumbido ao banco central a explicação de como este índice é formado e o seu relacionamento com a política monetária a ser adotada. Desvios na meta devem ser explicados, para manter sua credibilidade em caso de não cumprimento da mesma;
- Compromisso institucional com a estabilidade de preços no longo prazo. O único e simples objetivo do banco central neste regime é a estabilidade de preços. Os demais objetivos, como controle monetário e crescimento econômico, são subordinados ao primeiro. O nível de preços desejado pelo banco central deve ser baixo porém não muito próxima de zero. A inflação zero é desaconselhada por conta de seus altos custos, como queda nos níveis de produção, e aumento do desemprego e de sua taxa natural no longo prazo. Há problemas também referentes à deflação, como problemas de liquidez e solvência e geração de recessão;
- Transparência e flexibilidade na política monetária, com total comunicação entre o banco central e os agentes econômicos, juntamente com monitoramento e acompanhamento de desempenho. A transparência acontece na comunicação clara e freqüente com os agentes como forma de diminuir incertezas e melhorando as expectativas dos agentes. A flexibilidade surge no poder de reação e mudança para absorver flutuações econômicas visando atingir a meta estabelecida de acordo com o regime. A adoção da regra de Taylor é

muito utilizada nos países que adotam metas de inflação pois atinge estes dois objetivos;

- Independência de instrumentos; o banco central é livre para operar qualquer instrumento de sua ordem da melhor forma que entender no combate a aceleração inflacionária.

O objetivo de se estabelecer e perseguir metas de inflação se refere aos problemas associados à mesma, dentre quais podemos destacar:

- Super dimensionamento do sistema financeiro, o que, além de outras conseqüências, leva a uma maior suscetibilidade a crises;
- Deteriorização do sistema de impostos não indexados, pela diferença temporal entre a cobrança e a arrecadação (efeito Tanzi);
- Ocorrência de problemas no efeito distributivo de renda, onde os mais pobres acabam penalizados por não possuírem meios de defender sua perda de poder aquisitivo, corroído pela alta de preços.
- Custo de remarcação de preços;
- Mau funcionamento dos mercados em função de prejuízos a alocação de recursos;
- Sinalização imperfeita de preços, levando em consideração a estabilidade de preços como forma de garantir o crescimento da economia pelo estímulo ao investimento e pela previsibilidade econômica

4.1.1 Crítica a Adoção do Regime de Metas de Inflação

As críticas a adoção de um banco central independente e um regime de metas de inflação, são de grande parte de cunho pós-keynesiano, uma vez que estes não acreditam na neutralidade da moeda implícita neste modelo novo-

clássico. SICSÚ (2010) demonstra esta posição através de uma citação de Keynes:

“(...) conceito de economia monetária elaborado por Keynes. Segundo ele, “a moeda joga papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em resumo, um dos fatores operativos na situação, tal que o curso dos eventos não pode ser predito, seja no longo período seja no curto, sem um conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro e o último estado. E é isso que nós podemos dizer quando falamos de uma *economia monetária*”. (CWJMK, v.13, pp.408-9 - grifos do autor). Como resultado deste desenvolvimento, afirmou: “...não existe uma única posição de *equilíbrio de longo período* igualmente válida sem se considerar a política da autoridade monetária. Pelo contrário, existem várias posições correspondentes a diferentes políticas [monetárias]”. (CWJMK, v.29, p.55 - grifou-se o original). Em síntese, a posição adotada pode ser resumida em dois tópicos: (i)-assume-se a não neutralidade da moeda no curto e no longo período e que (ii)-a política econômica (monetária e fiscal) tem objetivos não somente nominais, visa ao produto e ao nível de emprego.” (SICSÚ, 2010, p.2-3)

A crítica pós-keynesiana sugere que a estabilidade de preços não pode ser mantida somente pela autoridade monetária, e sim esta adviria de uma combinação eficaz de política econômica. Keynes, em sua defesa de que a moeda não é estável nem no curto nem no longo prazo pois afeta as variáveis reais da economia, sugere que uma política econômica como a de metas de inflação é ineficaz, uma vez que trabalha somente com objetivos nominais e não reais. A política macroeconômica keynesiana eficiente, segundo professor James Tobin (1987) deve ser:

- Orientada por objetivos reais, como crescimento econômico e redução de desemprego, e não nominais, como no caso do regime de metas de inflação (manutenção do nível de preços);
- Utilizada de forma discricionária, como forma de garantir e administrar a demanda agregada;
- Políticas monetária e fiscal devem ser usadas de maneira coordenada para atingir os objetivos finais. Políticas contraditórias e com objetivos diferentes, além de não atingirem os mesmos, acabaram gerando ainda mais incertezas nos agentes, piorando ainda mais a situação econômica.

O problema da inflação, segundo a teoria pós-keynesiana, também não é um problema restrito a política monetária, como defendido no regime citado. Para eles existem sete tipos diferentes de inflação (DAVIDSON, 2003):

- Inflação de Salários – Quando ocorre uma elevação salarial nominal sem aumento igual ou maior no nível de produtividade;
- Inflação de Lucros – Ocorre em economias de alta concentração de mercado e estruturas, como oligopólios e monopólios;
- Inflação de Retornos Decrescentes – Surge com uma função capital-trabalho afetada, onde o rendimento sofre uma substancial queda uso extensivo do trabalho, ou onde ocorre uma queda brusca da eficiência do trabalho;
- Inflação Importada – Surge pelas variações de preços de bens importados e pelo nível de dependência externa da economia;
- Inflação por Choques Negativos de Oferta – Ocorre devido a algum choque de oferta em algum produto específico ou em vários produtos como numa quebra de safra ou escassez de energia elétrica;
- Inflação de Impostos – Pode surgir com o aumento de alíquotas (como de impostos de produção) ou até mesmo com a diminuição de algumas (como a do imposto de renda);
- Inflação de demanda – Surge em economias trabalhando em pleno emprego e máximo uso de recursos, onde qualquer ampliação do uso de recursos será refletida em aumento de preços.

Assim, nesta concepção, a política monetária no combate a inflação tem um caráter paliativo, ou seja, só pode ser utilizada para minimizar as conseqüências da inflação gerada por um dos motivos anteriores. Assim o pós-keynesianismo defende uma combinação de políticas adequada (política comercial, importações, tarifária, fiscal etc.) para combate da inflação,

dependendo do tipo de inflação encontrada. Para eles, o monetarismo limita o combate a inflação ao deixar esta somente a cargo do banco central independente, em um sistema de metas de inflação.

Com isso uma política de metas de inflação pode gerar uma série de desvantagens, tais como:

- Aumento da instabilidade do produto;
- Redução do crescimento econômico;
- A dificuldades de previsão e determinação da meta pode afetar a política econômica com erros de previsão;
- A taxa de inflação não é efetivamente controlada pelo banco central (problema da dominância fiscal);
- Um banco central independente não evita a dominância fiscal no caso de um mercado incapaz de absorver a dívida fiscal ou uma arrecadação suficiente para manter as contas estáveis (senhoriagem);
- A flexibilidade cambial exigida por este sistema deixa-o mais suscetível a crises financeiras.

5 POLÍTICA FISCAL X POLÍTICA MONETÁRIA – DIMINUINDO A DISCRICIONARIEDADE, INCONSISTÊNCIA INTERTEMPORAL E FALTA DE COORDENAÇÃO DA POLÍTICA ECONÔMICA

Um consenso entre os economistas do atual *mainstream* de política econômica relata que a política econômica deve ter como sua principal função à busca pela estabilidade. Porém a forma como a política fiscal e monetária vai afetar as variáveis econômicas como desemprego e inflação, e como esta deve ser conduzida, intervencionista ou passiva, ainda diverge este tema em grupos distintos.

O não intervencionismo é defendido principalmente por alguns economistas (monetaristas e novo-clássicos) devido a alguns problemas que este apresenta quando introduzido na economia. O problema das defasagens temporais, sua duração e variabilidade, tornam difícil a condução da política econômica por meio de intervenção. Existem dois tipos de defasagens; a interna – intervalo entre o choque e a ação política em resposta -- e a externa – intervalo entre a implementação da medida e sua repercussão na economia, uma vez que a mesma não será absorvida imediatamente pelo sistema.

A política fiscal é caracterizada por possuir grande defasagem interna devido à burocracia e os tramites legais necessários a sua implementação. A política monetária por sua vez tem uma defasagem externa muito longa, pois trabalha basicamente com a taxa de juros, que atinge o investimento, mas este porém, planejado muito previamente a mudança, demora um bom tempo para surtir efeito.

Segundo os defensores da política passiva⁵, as defasagens acabam agravando o problema da instabilidade. Assim defendem que a tentativa intervencionista de estabilizar a economia acaba a desestabilizando-a ainda mais, principalmente em cenários com grandes possibilidades de mudanças econômicas em pouco tempo, durante a defasagem da intervenção.

⁵ Dentre os quais podemos destacar os economistas vindos da frente monetarista / novo clássica como Friedman, Sargent, Wallace e Lucas (obras nas referências).

Já os defensores da política ativa⁶ defendem cautela nas defasagens, porém a política econômica para estes não deve ser passiva, principalmente onde o cenário pode refletir um grande momento de queda aguda da atividade econômica ou recessão.

5.1 REGRAS X DISCRICIONARIEDADE

Na evolução da discussão entre intervencionismo e passividade, a condução da política econômica passa entre as políticas de regras ou discricionariedade. Os defensores da adoção de regras⁷ destacam que políticas utilizadas com regras específicas são melhores uma vez que evitam erros gerados pela incompetência da atuação política. Além disso é uma maneira mais maleável de condução da política econômica, utilizando-se de uma discricionariedade anunciada e conhecida pelos agentes, deixando um horizonte claro para suas expectativas.

Ainda segundo a política de regras, outros problemas são minimizados com a adoção das mesmas na condução das políticas fiscal e monetária, como por exemplo a erroneidade na condução de políticas econômicas feita por políticos mal-intencionados, à má alocação de recursos gerada pela atuação de grupos de interesse, a falta de capacidade de julgamento ou desconhecimento do objetivo econômico pelos políticos, e até mesmo a utilização da economia com objetivos eleitorais, como na manipulação de taxas de inflação, controle de recessões e estabilidades perto de campanhas, atuando no chamado ciclo econômico político. Além disto, a adoção de regras evita o problema da inconsistência intertemporal da discricionariedade, já relatado nos capítulos anteriores, onde a política econômica é utilizada para afetar as expectativas dos agentes mesmo sem que esta seja efetivamente utilizada.

⁶ Derivados da frente keynesiana, podemos destacar Keynes, Tobin, Davidson e no Brasil Sicsú (obras nas referências).

⁷ Entre os defensores podemos citar Kydland, Prescott, Barro, Gordon, (obras nas referências) Mishkin e Haldane.

5.2 REGRAS PARA A POLÍTICA MONETÁRIA

Uma regra de política monetária surge na medida em que uma política de regras desconsidera a capacidade da política monetária de afetar os resultados da atividade econômica acima de sua produtividade

Como regra de execução da política monetária, existem três pontos que defendem diferentes maneiras de condução da mesma:

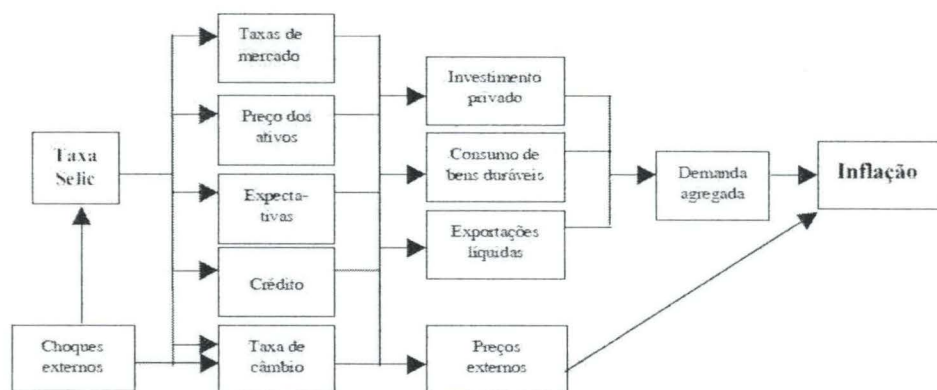
- O primeiro ponto, defendido pelos monetaristas, se refere que a melhor forma de garantir a estabilidade do agregado monetária é crescimento constante da quantidade de moeda na economia. Segundo eles, esta constância evitaria as oscilações do produto, emprego e preços. Porém, para isso ser correto, a velocidade da moeda deveria ser constante o que não ocorre na realidade;
- Um segundo ponto atinge como objetivo uma trajetória planejada do PIB nominal, alternado a expansão e contração monetária de acordo com as oscilações do produto nominal, trabalhando assim na quantidade e velocidade da moeda.
- O terceiro se baseia no nível de preços, com o anúncio de um nível de preços a ser atingido em determinado período e a manipulação do agregado monetário para atingir o mesmo.

O terceiro ponto aqui relatado é no qual se baseia a política de metas de inflação. Para atingir um determinado nível de inflação, o banco central trabalha com sua principal ferramenta, a taxa de juros, como forma de controlar o consumo e investimento, atingindo o produto e conseqüentemente o nível de preços.

A escolha do banco central pela taxa de juros como principal ferramenta para garantir a convergência da inflação para as metas baseia-se no diagnóstico dos mecanismos de transmissão de choques que afetam a

evolução do nível de preços. Conforme apresentado na figura abaixo, a transmissão dos juros para os preços segue caminhos distintos, embora muitas vezes complementares, afetando o crédito, o preço dos ativos, as decisões de investimento, de consumo, e outros até, por fim, afetar a demanda agregada e esta os preços (BARCELLOS NETO, 2003)

Figura 1 – Principais mecanismos de transmissão da política monetária



Fonte: Banco Central (1999, apud BARCELLOS NETO, 2003, p. 13)

Assim, assumindo uma política de metas de inflação, a regra de política monetária deve:

- Ser maleável e responder no menor tempo possível às mudanças na inflação;
- Ter como principal instrumento a taxa de juros, e não a oferta de moeda como alegado pelos monetaristas;
- Deixar flexível a taxa de câmbio pois, com câmbio flutuante e liberdade de movimento de capitais, a volatilidade se transfere da taxa de juros para a taxa de câmbio, o que influi nas taxas de inflação.

5.2.1 Função Reação de Política Monetária: A Regra de Taylor

A importância de uma função reação da política monetária sempre foi uma discussão de grande ênfase na política econômica, como citado por BARCELLOS NETO (2003) em seu artigo, “Estimando uma regra de Taylor para o sistema de metas de inflação brasileiro”:

“Em face de sua importância, a determinação de uma função capaz de representar o comportamento das autoridades monetárias na determinação de uma taxa de juros que garanta a estabilidade dos preços, sem prejudicar o comportamento da atividade econômica, desperta o interesse dos economistas a algum tempo. O artigo de Taylor (1993) caracteriza-se como referência na literatura; nele o autor propõe que o comportamento da taxa de juros que remuneram os títulos do tesouro norte-americano poderia ser muito bem representado por uma função linear simples, o que ficou conhecido como Regra de Taylor.” (BARCELLOS NETO, 2003)

A Regra de Taylor é uma regra de política macroeconômica, desenvolvida pelo professor John Taylor, da Universidade de Stanford. Trata-se da mensuração de uma função reação do Banco Central para definir uma taxa de juros estabilizadora de preços no curto prazo e mantenedora do crescimento no longo prazo. Esta equação pode ser escrita da seguinte forma:

$$i - i^* = a_{\pi} \cdot (p - p^*) + a_Y \cdot (y - y^*) \quad (1)$$

Onde:

- i : taxa de juros real estimada por Taylor;
- i^* : taxa de juros real de equilíbrio;
- p : taxa de inflação anual observada;
- p^* : meta de inflação do Banco Central;
- Y : produto interno bruto (PIB);
- Y^* : PIB de pleno emprego dos fatores de produção;
- $y - y^*$ pode ser definida como o "hiato do produto";
- a_{π} coeficiente de sensibilidade à variação da inflação;

- a_y coeficiente de sensibilidade à variação do produto;

Segundo esta equação, a taxa de juros definida é igual à taxa meta mais a dispersão entre inflação e inflação meta e da taxa de crescimento atual menos o crescimento potencial (hiato do produto). Os coeficientes a_π e a_y representam na equação o *trade-off* entre inflação e desemprego da curva de Philips.

Pela equação podemos verificar que a regra de Taylor depende exogenamente de duas variáveis; a meta de inflação e o PIB potencial. Apesar de não ter estimado econometricamente sua função, Taylor (1993) assumiu como pesos a serem utilizados pelo FED (Banco Central Americano) 0,5 nos desvios entre a inflação e o PIB. Assim, em um exemplo, um desvio de 1 ponto percentual da inflação acima da meta, o FED deveria elevar sua taxa de juros em 0,5% para estabilizar o nível de preços. Sem estimativas de coeficientes, o autor estimava uma taxa de juros e uma meta de inflação de equilíbrio de 2%, o que apresentou um desempenho consideravelmente bom, se ajustando muito bem no período por ele analisado (BARCELLOS NETO, 2003).

Apesar de ser um modelo estritamente neoclássico, trabalhando com a teoria quantitativa da moeda, o modelo desenvolvido por Taylor é maleável, uma vez que através do acompanhamento da situação econômica, a política monetária pode ser ajustada por este modelo a qualquer momento para corrigir desvios. Assim, a política monetária assume um nível de intervenção moderado, nem muito rígida nem muito frouxa.

Assim, numa política monetária que segue o modelo da regra de Taylor, as taxas de juros são ajustadas por dois fatores; o desvio do produto a sua taxa potencial e o desvio da inflação, abaixo ou acima da meta estabelecida. Então, o recurso básico de trabalho do banco central é elevar a taxa de juros nominal quando se verifica uma elevação da inflação acima da meta prevista (e uma redução quando se verifica uma baixa excessiva do nível de preços) e uma redução da taxa de juros quando constatado uma tendência de crescimento abaixo do produto potencial (ou um aumento quando o mesmo está acima).

Porém, devido à única obrigação do banco central ser o controle de preços, normalmente o segundo item é atendido sem a mesma atenção do primeiro.

5.3 REGRAS PARA POLÍTICA FISCAL

Ao contrário da política monetária, que apresenta diferentes pontos de controle, metas e visões de condução, a política fiscal recebe menos ênfase na teoria econômica sobre a condução por meio de regras. O ponto de maior atenção quanto à condução da política fiscal se refere ao problema do orçamento equilibrado, no qual o governo estabelece gastar somente o que arrecada. Contudo, muitos economistas são contrários a esta regra, uma vez que defendem que:

- O superávit ou déficit fiscal pode ajudar a estabilizar a economia. A dinâmica de uma política com orçamento equilibrado acaba anulando a utilização dos estabilizadores automáticos (como por exemplo, corte de impostos e contribuições sociais);
- O déficit fiscal também pode ser utilizado para minimizar distorções de um sistema tributário ineficiente, através de uma política de nivelamento tributário;
- Se utilizado corretamente, existem benefícios de deslocar um déficit orçamentário para as gerações futuras, para poder financiar projetos presentes do governo.

O problema da adoção de regras para a política fiscal segue pelos caminhos dos efeitos econômicos do déficit público a respeito da forma de financiamento, e da política monetária adotada e a não contemplação de todas as opções de financiamento por conta do orçamento equilibrado.

O problema do déficit fiscal surge juntamente ao modelo de condução de política monetária adotada. Um modelo de metas de inflação, que visa à

manutenção do nível de preços, acabará obtendo sucesso somente se houver uma coordenação clara e objetiva com a política fiscal.

O uso de um regime de metas de inflação torna as demais variáveis subordinadas aos movimentos da taxa de juros nominal, o principal instrumento do banco central no controle do nível de preços. Como no modelo IS-LM, que adota a quantidade de moeda exogenamente na economia, o modelo de metas de inflação endogeniza a quantidade de moeda na economia, deixando a taxa de juros exógena ao modelo e todas as demais variáveis subordinadas a esta.

Assim, com esta subordinação de variáveis pelo regime de metas de inflação, a capacidade de financiamento da dívida pública fica dificultada, principalmente pela restrição do imposto inflacionário e dos instrumentos monetários de financiamento (senhoriagem). Assim, devido ao problema que o abalo fiscal pode gerar na inflação, como um aumento no nível renda, aumento excessivo do estoque de moeda e conseqüentemente um aumento do nível de preços, a austeridade fiscal se torna peça chave em um regime de metas de inflação, para alcance de seus objetivos, estabilidade macroeconômica e controle de dívida pública (CORREIA, 2008).

De acordo com a NFTL, como um déficit fiscal elevado eleva o nível de preços da economia, a melhor forma de se conduzir um objetivo de inflação meta seria pela condução da política fiscal de modo a compatibilizar o nível de preços com o nível meta desejado, tornando o nível de preços dependente da política fiscal e independente das variáveis monetárias (MCCALLUM, 1998 apud CORREIA, 2008). Caso a política fiscal não levar em consideração a modelagem monetária vigente, a política de meta inflacionária não será eficiente devido ao problema da dominância fiscal e inconsistência temporal, conforme já relatado nos capítulos anteriores.

Então, como a estabilidade de preços pode ser alcançada na medida que existem efeitos econômicos do déficit público na inflação? Na medida em que a política fiscal pode influenciar ou não nos canais de transmissão da política monetária, limitando a potencialidade da mesma no controle de preços, seja este em um modelo ricardiano (que respeita a restrição intertemporal de recursos do governo) ou em um modelo NTFL, onde, para eles, não existe

restrição fiscal e sim ajustamento de superávits e déficits ao longo do tempo, sendo o nível de preços responsável por igualar estas equações.

Assim a utilização de uma política fiscal que não incorra no problema de inconsistência intertemporal e de dominância fiscal é necessária para obtenção de sucesso de ambas as políticas – fiscal e monetária – em seus objetivos desenhados. Então, a utilização de uma regra clara e de entendimento geral se torna necessária e primordial na política econômica, não somente na manutenção da atividade econômica, como também na atuação de uma estabilidade no nível de preços da economia.

5.3.1 Coordenando política fiscal e monetária: A regra de Taylor fiscal e o ajuste fiscal eficiente

O estabelecimento de um regime de metas de inflação ou qualquer outra solução de política econômica que tenta resolver o problema da inconsistência intertemporal e discricionariedade dependerá não somente de uma atuação elaborada de política monetária e sim fundamentalmente de uma coordenação entre política monetária e fiscal. Os resultados de interações estratégicas entre política monetária e fiscal mostram que as soluções propostas hoje podem, ao invés de gerar benefícios, aumentar as perdas da sociedade, caso estas soluções não considerem devidamente como as autoridades de política econômica interagem, e suas estruturas de incentivos de funções de ganho e perda (HILLBRECHT, 2001).

Se voltarmos à função reação de política monetária, (a regra de Taylor), verificamos como componente relevante sobre a taxa de juros a diferença entre o produto corrente e o produto potencial da economia. Taylor mesmo definiu o parâmetro reação deste ao mesmo nível da diferença entre inflação corrente e inflação meta. Como sugerido pela NFTL e pelo pós-keynesianismo, a inflação (e portanto a taxa de juros) não é somente afetada pela autoridade monetária, considerando os sete tipos de inflação propostos por eles (inflação de salários,

lucros, retornos decrescentes, importada, choques negativos de oferta, impostos e de demanda).

Fazendo uma pequena inversão na regra de Taylor temos que:

$$a_{\pi} \cdot (p - p^*) = i - i^* + a_y \cdot (y - y^*) \quad (2)$$

$$(p - p^*) = \frac{i - i^* + a_y \cdot (y - y^*)}{a_{\pi}} \quad (3)$$

Simplificando a equação de acordo com a estimativa de Taylor de 0,5 para cada parâmetro, assim temos:

$$(p - p^*) = (i - i^*) + (y - y^*) \quad (4)$$

Por esta simplificação podemos verificar que a diferença entre taxa de inflação corrente e meta ($p - p^*$) é igualmente influenciada tanto pela taxa de juros corrente e estimada ($i - i^*$) quanto pelo hiato do produto ($y - y^*$). Assim podemos constatar que a taxa de inflação não deve ser somente obrigação monetária, como definido pelo neoclassicismo e sim uma coordenação entre as duas políticas, fiscal e monetária. Políticas fiscal e monetária contraditórias acabam, além de não atingindo seus objetivos, incorrendo em grandes perdas para toda a sociedade.

O papel da política fiscal, neste caso, é avaliação sobre o quanto o hiato do produto pode afetar o nível de preços e como isto ocorrerá. Dessa maneira, atuando a partir de uma regra, a atuação da política fiscal assume, como no caso monetário, uma discricionariedade anunciada. Os agentes terão conhecimento que, à medida que o nível de preços está controlado e a economia trabalha abaixo do nível potencial máximo, a autoridade fiscal estará comprometida em aumentar seus gastos, controlando o agregado produtivo. Da mesma forma, quando o aumento do nível de preços se torna uma ameaça

e começa a ultrapassar a meta, a autoridade fiscal trabalhará ajustando seu orçamento e trabalhando para que o nível de preços volte ao seu nível desejado.

Este controle fiscal coordenado com o monetário é benéfico pois:

- Uma vez comprometido com o nível de preços, a intervenção fiscal pode diminuir sua burocracia e assim ser mais eficiente e imediato no combate a inflação, pois sua maior defasagem, como relatado, é interna e seu efeito depois de implementado é quase imediato;
- Com um anúncio comprometido e utilizando os mecanismos adequados, a autoridade monetária pode, até mesmo em momentos de contração (ajuste fiscal), mexer nas expectativas dos agentes de tal forma que um corte de gastos não represente uma queda de produção na economia;

Portanto, é fato que coordenando política fiscal e monetária existe a garantia de uma eficiência maior no efeito de qualquer política. Porém, neste caso, os meios como esta intervenção fiscal é feita é tão importante quanto os fins. O ajuste fiscal para ser eficiente deve ser utilizado pelos mecanismos e formas corretos, pois se não o mesmo poderá até mesmo anular o efeito desejado.

5.3.1.1 O ajuste fiscal eficiente

Empiricamente, em estudos de caso, verificou-se que um ajuste fiscal (corte de despesas ou aumento de impostos) não gera necessariamente uma redução de crescimento, já que, dependendo das expectativas do mercado privado, o ajuste pode inclusive impulsionar a economia, contrariando o modelo keynesiano tradicional. No entanto, para atingir as expectativas, o corte de despesas deve ser relevante, capaz de alterar a relação dívida/PIB. Ajustes pouco ambiciosos e baseados em aumento de impostos e cortes nos

investimento tendem a diminuir o crescimento. Como exemplo, alguns países, como a Dinamarca (1983-86), Irlanda (1986-89), Grécia (1990-94) e Suécia de (1986-87) apresentaram sucesso no crescimento de renda mesmo com ajuste fiscal. Por outro lado, vemos alguns casos onde mesmo uma expansão fiscal provocou contração no PIB, como na Suécia (1990-93), Finlândia (1977-80) e Japão (1990-94) (ROCHA, 2006).

Estes casos deram origem a uma teoria intitulada visão expectacional da política fiscal. Esta idéia, como o próprio nome diz, se refere às sinalizações que um aumento ou diminuição de gastos ou impostos do governo passará para os agentes, consumidores e empresários. Baseado na equivalência ricardiana, esta teoria considera que, se por exemplo, pela visão dos agentes uma expansão fiscal será permanente e duradoura ela será acompanhada futuramente de um aumento nos impostos (também permanente). Assim consumidores e empresários iriam reduzir seus consumos e investimentos em detrimento de acumular mais reservas para fazer frente ao aumento vindouro de impostos, refreando a economia. Por outro lado um aumento sinalizado como transitório, passará a idéia de que o mesmo poderá ser absorvido pelo governo.

Outra situação, ao inverso da primeira, uma redução de gastos, apesar de inicialmente reduzir o produto, sinalizando permanência de busca de uma maior austeridade fiscal, sugerirá aos agentes que o governo futuramente terá uma menor dívida a financiar e assim poderá cobrar menos impostos, o que também passa a visão de uma possibilidade de juros mais baixos. Estas informações passam expectativas positivas aos agentes, tanto a consumidores que se animam com a possibilidade de menores impostos pagos e juros para consumo, quanto aos empresários, pelos menores tributos de produção e juros mais baixos para seus investimentos.

Porém, sob quais condições um ajuste fiscal poderia ser expansivo ou recessivo? A resposta segue sobre o tipo de consolidação fiscal adotada (ROCHA, 2006):

- Numa consolidação do Tipo I, os ajustes se baseiam particularmente em corte de gastos, particularmente despesas correntes, transferências, salários e demais custeio da máquina pública;
- A consolidação do Tipo II se baseia basicamente em corte de investimento ou aumento de impostos.

Estudos, como de ALESINA e PERROTI (1995-97, apud ROCHA 2006) sugerem que um ajuste fiscal tem maior chance de ser bem sucedido se basear-se em consolidação do Tipo I. Este estudo corrobora com a afirmativa do problema das expectativas nos ajustes fiscais. Uma diminuição de gastos de custeio de máquina sinaliza uma mudança de regime, indicando que o governo está se ajustando para precisar menos recursos para seu financiamento futuramente.

Porém, ajustes do Tipo II geram uma expectativa incerta sobre como essa receita adicional será utilizada para financiar despesas correntes. No entanto uma redução de gastos correntes (Tipo I) tem uma maior probabilidade de gerar um benefício não transitório, aumentando o otimismo dos agentes para maior consumo e investimento.

Um ajuste baseado em corte de investimentos também trás a suspeita de ser transitório, uma vez que os investimentos não podem ficar congelados para sempre e terão de ser retomados no futuro. Além disso, se cortes de investimentos representarem um corte permanente, indicará aos agentes uma falta de comprometimento e uma futura deteriorização de infra-estrutura necessária ao crescimento. Assim, um ajuste fiscal do Tipo II não é recomendado por dois motivos; a sinalização de não transitoriedade e, se permanecer por muito tempo, uma sinalização negativa aos agentes quanto aos investimentos necessários. Então, em resumo:

- Um ajuste fiscal gera impactos positivos sobre o crescimento econômico somente se for suficiente para sinalizar uma redução na dívida/PIB e for do Tipo I;

- Um ajuste do Tipo II, não gera impactos positivos, e é baixa a probabilidade de manutenção deste ao longo do tempo.

No entanto, se um ajuste fiscal eficiente (Tipo I) implementado for ainda expansivo (aumenta o produto), como um ajuste fiscal pode colaborar com o combate de juros e diminuição da taxa de juros, através do componente $(y - y^*)$? Um ajuste eficiente, principalmente voltado ao corte de despesas de custeio e manutenção do investimento em infra-estrutura, eleva a capacidade de produção da economia, aumentando o PIB potencial (y^*). Com um hiato do produto maior, por conta da capacidade instalada aumentada, o produto poderá elevar-se sem problema de fazer pressão no nível de preços.

Assim, com o controle de gastos feito por uma autoridade comprometida com o benefício social e coordenada com a autoridade monetária, a possibilidade da geração de benefícios é ampliada, sendo possível até mesmo em momentos de recessão econômica manter níveis de juros, inflação e crescimento econômicos aceitáveis.

6 CONCLUSÃO

A procura pela estabilidade macroeconômica tem sido o foco de atuação dos economistas na atualidade. Porém como política fiscal e monetária devem ser conduzidas, e como estas afetam as variáveis econômicas ainda gera controvérsias e discussões entre diversas teorias.

Assim, verificamos neste trabalho como a política fiscal se apresentou ao longo da história econômica e como ainda hoje é motivo de divergências, e como esta estabelece novas características e formas de condução no mais novo e principal modelo econômico vigente na atualidade, o regime de metas de inflação.

Ao longo da história, procurou-se obter modelos teóricos capazes de solucionar os problemas de condução fiscal de diferentes formas. A começar pela teoria clássica, como um viés não intervencionista e sua visão de pleno emprego e alocação perfeita de recursos, vimos à evolução que a política fiscal recebeu em sua mais enfática entrada na visão econômica, com a ascensão de novas bases teóricas com o keynesianismo pós crise de 1929. Porém com a primeira crise do petróleo de 1973 e as demais mudanças e conseqüências ocorridas nos anos 70, entre elas a aceleração inflacionária, baixa produtividade e déficit público, levaram a busca de novas frentes econômicas explicativas em crítica ao keynesianismo.

Diante deste novo cenário econômico, com queda de crescimento e baixa produtividade, a teoria keynesiana até então reinante parece ficar inadequada para explicar os problemas e indicar recomendações para esta nova crise. Surge um novo esquema teórico para entender esta novidade mais estrutural, uma volta à ortodoxia clássica com o monetarismo.

A partir deste momento se conferem novos desdobramentos de ambos os lados teóricos. Pelo lado monetarista novo-clássico tomam corpo à modelagem de expectativas racionais de Lucas, estudos sobre equivalência ricardiana na discricionariedade fiscal e o problema do efeito *crowding-out* da política fiscal. Pelo lado keynesiano, vemos novos desdobramentos surgirem,

dos quais se destaca a FTPL, que define um novo modelo de controle de preços por meio fiscal.

O regime de metas de inflação surge neste contexto de desdobramentos de teorias pós anos 90. O modelo surge com uma nova visão de condução de política econômica, como o destaque da necessidade da política monetária reger seus movimentos como forma de garantir a estabilidade de preços. A adoção deste regime monetário em vários países se deveu principalmente a dois fatores; a comprovada correlação negativa entre inflação e independência do banco central e a aceitação do problema de inconsistência intertemporal e suas conseqüências ao sistema econômico. Quanto à política fiscal, o único tema que surge com mais evidência é a política de manutenção de austeridade fiscal (orçamento equilibrado).

No entanto, como tudo na ordem econômica, novas críticas surgem a este modelo neoclássico de administração de nível de preços, derivadas da frente keynesiana. Pós-keyensianos definem que, ao contrário do que este regime prega, a inflação não é um problema somente monetário e sim conjuntural, e se deve muito mais a problemas de ordem da economia real, como salários, quebras de produções ou dependência excessiva externa. Para seu combate, definem a necessidade de políticas adequadas, de acordo com o gargalo inflacionário apresentado. Nesta concepção, o combate a alta de preços tem seu poder minimizado pelo uso somente de política monetária e esta ao fundo apresenta somente um caráter paliativo, ou seja, só pode ser utilizada para minimizar as conseqüências da inflação.

Adivindo do modelo de metas de inflação, a Regra de Taylor, procura encontrar um *modus operandi* de política monetária através de uma função reação do Banco Central para definir uma taxa de juros estabilizadora de preços no curto prazo e mantenedora do crescimento no longo prazo. Este modelo apresenta que a taxa de juros ($i - i^*$), é função tanto do nível de preços ($p - p^*$) quanto do crescimento econômico ($y - y^*$). Esta regra, um modelo de cunho estritamente neoclássico, se torna uma forma popularmente aceita por apresentar uma condução maleável da política monetária, uma vez que através do acompanhamento da situação econômica, a política monetária pode ser

ajustada por este modelo a qualquer momento para corrigir desvios. Numa política monetária que segue o modelo da regra de Taylor, as taxas de juros são ajustadas por dois fatores; o desvio do produto a sua taxa potencial e o desvio da inflação, abaixo ou acima da meta estabelecida.

Contudo, com seu foco atribuído demasiadamente a taxa de juros, este modelo se torna um problema, uma vez que esta começa a se torna relapso com as demais variáveis econômicas, como crescimento e inflação, e limita o poder de financiamento da dívida pública pelo governo.

Mas então, com tantos prós e contras e controvérsias de teorias, como afinal a política fiscal e monetária deve ser conduzida como forma de aumentar sua eficiência? A discussão apresentada relata que não existe uma verdade única para a política econômica, mas que trabalhando de diferentes maneiras pode-se apresentar uma solução bastante ajustada à realidade. Através de uma coordenação de objetivos podemos ver que as duas políticas podem ser conjuntamente eficientes.

Se voltarmos à função reação de política monetária, (a regra de Taylor), verificamos como componente relevante sobre a taxa de juros e o nível de preços a diferença entre o produto corrente e o produto potencial da economia. Através de autoridades fiscais que procurem a manutenção do crescimento econômicos nos seus limites potenciais, e uma autoridade monetária capaz de coordenar a taxa de juros em busca de estabilidade macroeconômica, verificamos que o combate a inflação se torna muito mais eficiente do que se somente for atribuída esta obrigação ao banco central.

Assim podemos constatar que a taxa de inflação não deve ser somente obrigação monetária, como definido pelo neoclassicismo e sim uma coordenação entre as duas políticas, fiscal e monetária. No papel da política fiscal, cabe a avaliação sobre o quanto o hiato do produto pode afetar o nível de preço, enquanto à autoridade monetária fica incumbido o papel de controlar do agregado monetário na figura da taxa de juros.

Ao fim, vemos que tanto o fim quanto a forma do intervencionismo fiscal é importante para sua eficiência. Somente pela utilização de um ajuste fiscal apropriado, com corte de gastos de correntes e de custeio de máquina pública,

a política fiscal apresentará eficiência como política econômica, trabalhando com as expectativas dos agentes e com a contribuição do investimento que aumenta a capacidade produtiva, elevando o PIB potencial.

REFERÊNCIAS

- ARESTIS, P.; SAWYER, M. **Keynesian economic policies for the new millennium**. The Economic Journal, 1998. p. 181-195
- BARCELLOS NETO, P. C. F. De. **Estimando uma regra de Taylor para o sistema de metas de inflação brasileiro**. In: I Prêmio Banco Central de Monografias em Política Monetária, 2003, Brasília. Artigo. UFGRS, set. 2003. p. 1-36.
- BLANCHARD, O. J. **Fiscal dominance and inflation targeting. Lessons from Brazil**. National Bureau of Economic Research, 2004.
- CARNEIRO, D. D.; DUARTE, P. G. **Inércia de Juros e Regra de Taylor: Explorando as Funções de Resposta a Impulso em um Modelo de Equilíbrio Geral com parâmetros estilizados para o Brasil**. Texto para Discussão N° 450 PUC-RJ, Rio de Janeiro, p. 1-23, dez. 2001.
- CORREIA, F. M. **Ensaio em Déficits Públicos**. 88 f. Tese. (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2008.
- DAVIDSON, P. Resgatando a revolução keynesiana. In: LIMA, T. G.; SICSÚ, J. **Macroeconomia do emprego e da renda: Keynes e os keynesianos**. Barueri, Manole, 2003.
- GOMES, C.; HOLLAND, H. **Regra de Taylor e política monetária em condições de endividamento público no Brasil**. In: XXXI Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 2003, Porto Seguro. Artigo. Niterói: Economia, dez. 2003. p. 333-360
- HEMMING, R.; KELL, M.; MAHAFOUZ, S. **A Eficácia da Política Fiscal no Estímulo à Atividade Econômica – Um Exame da Literatura**. IMF Working Paper, p.1-51, dez. 2002. Original em Inglês.
- HERMANN, J. **Ascensão e Queda da Política Fiscal: de Keynes ao "autismo fiscal" dos anos. 1990-2000**. In: XXXIV Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 2006, Salvador. Anais. p. 1-16, dez. 2006.

HILLBRECHT, R. **Metas de Inflação e Política Fiscal**. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, v.55, n.3, p. 407-425, jul./set. 2001.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Ed. Os Economistas, 1996.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. In: PERSSON, T.; TABELLNI, G. **Monetary and fiscal policy**. The MIT Press, 1994.

LOPREATO, F. L. C. **O papel da política fiscal: um exame da visão convencional**. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 119, p. 1-33, fev. 2006.

LUCAS, R.; SARGENT, T. **Rational Expectations and Econometric Practice**. Minneapolis, University of Minnesota Press, 1981.

MAGALHÃES, C. C. **Regra de Taylor e a Resposta da Taxa de Juros à Inflação no Brasil**. 57 f. Dissertação de Mestrado. (Ciências Econômicas) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em:

<<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12140/tde-28012008-144408/>>.

Acesso em: 19/05/2010.

MANKIW, N. G. Política Econômica em Debate. In: MANKIW, N. G., **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: LTC, 1997. p. 278-307

MODENESI, A. M. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri: Manole, 2005. p. 53-218

MOREIRA, D. de. C. **Origens Teóricas do Regime de Metas de Inflação**. 88 f. Monografia. (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2005.

ROCHA, F. Ajuste Fiscal, Composição do Gasto Público e Crescimento Econômico. In: MENDES, M. et. al. **Gasto Público Eficiente: 91 Propostas para o Desenvolvimento do Brasil**. Rio de Janeiro: Topbooks, 2006. p. 97-109.

ROGOFF, K. **Can international monetary policy cooperation be counterproductive?** Journal of International Economics, XVIII, 1985. p. 199-217.

SARGENT, T. J; WALLACE, N. **Some Unpleasant Monetarist Arithmetic.** Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 5. n. 3, Witter, 1981.

SICSÚ, J. **Uma Crítica à Tese da Independência do Banco Central.** Projeto de Estudos da Moeda e Sistema Financeiro, Rio de Janeiro, p1-11, feb. 2010.

Disponível em:

<http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/uma_critica_a_tese_da_independencia_do_banco_central.pdf>. Acesso em: 15/04/2010

TAYLOR, J. B. **Discretion versus Policy Rules in Practice.** Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1983. p. 195-214

TOBIN, J. Asset accumulation and economic activity. In: **Reflections on the contemporary macroeconomic theory.** Yrjo Johnson Lectures, Basil, Blackwell, Oxford, 1980

_____. **Policies for prosperity.** Sussex, Wheatsteal Books, 1987

VILLARREAL, R. **A Contra - Revolução Monetarista.** São Paulo, Record, 1984. p. 33-109.

WALSH, C. **Optimal contracts for central bankers.** American Economic Review, 1985. p. 150–167.