



NOTA DE POLÍTICA ECONÔMICA

••• Setembro 2021 •••

De crise em crise...

O que a pandemia trouxe de novo
à visão convencional sobre política
fiscal?



Norberto Montani Martins

Maria Isabel Busato

- De crise em crise...
- O que a pandemia trouxe de novo à visão convencional sobre política fiscal?#

Norberto Montani Martins*
Maria Isabel Busato**

Resumo

Esta nota tem como objetivo mapear os debates da visão convencional sobre política fiscal engendrados pela crise associada à pandemia da covid-19. Apresentam-se as discussões em torno das seguintes questões: (a) a política fiscal num contexto de taxas de juros baixas; (b) as métricas mais adequadas para avaliar a situação fiscal de uma jurisdição; (c) o espaço para ações discricionárias semiautônomas ou para arcabouços guiados por princípios, ao invés de regras fiscais rígidas; e (d) a concepção consolidada nas publicações mais recentes do Fundo Monetário Internacional (FMI). Argumenta-se que os avanços teóricos se limitam à aceitação de expansões fiscais em contextos de taxas de juros baixas – especialmente, aquelas focadas em investimentos públicos não geradores de despesas de custeio – e à adoção de maior flexibilidade no arcabouço de regras fiscais nos países centrais. Em relação às economias em desenvolvimento, porém, persiste em grande medida inalterada a visão convencional sobre política fiscal, continuando “arraigadas as velhas convicções”.

Os autores agradecem aos comentários e sugestões de Caio Vilella, Kaio Pimentel, Paulo Nogueira Batista Jr. e Renata Lins. Eventuais erros e imprecisões remanescentes são de inteira responsabilidade dos autores.

* Professor do Instituto de Economia da UFRJ e pesquisador do GESP.

** Professora do Instituto de Economia da UFRJ e pesquisadora do GESP. Bolsista pós-doutorado CAPES/INCT.

●●● Introdução

A pandemia da covid-19 trouxe de volta aos holofotes o debate sobre o papel da política fiscal. As tradicionais preocupações do *mainstream* com o déficit público, o aumento do endividamento e a sustentabilidade da dívida pública foram temporariamente deixadas de lado para que os Estados pudessem fornecer uma resposta à altura dos desafios impostos pela disseminação de um vírus sobre o qual pouco se conhecia.

Notadamente, o Fundo Monetário Internacional escreveu em abril de 2021:

“Na emergência da covid-19, os governos usaram o orçamento de forma rápida e decisiva. Nos últimos doze meses, países anunciaram US\$ 16 trilhões em medidas fiscais. Estas medidas permitiram o funcionamento dos sistemas de saúde e forneceram boias salva-vidas a famílias e empresas. Ao fazê-lo, a política fiscal também mitigou a contração na atividade econômica”¹.

Esse conjunto de ações fiscais ao redor do mundo reacendeu a discussão entre economistas sobre as possibilidades e os limites da política fiscal. O próprio Fundo Monetário Internacional passou a adotar uma posição mais leniente, privilegiando o estímulo ao crescimento e ao emprego e as despesas necessárias para vencer a pandemia. Movimento similar foi testemunhado no imediato pós-crise financeira internacional de 2008-9, mas as mudanças na visão do *mainstream* então ocorridas parecem ter sido mais aparentes do que estruturais, com a persistência de controvérsias sobre a utilização da política fiscal para superar as crises (FIEBIGER; LAVOIE, 2017).

Esta nota tem como objetivo mapear os debates da visão convencional sobre política fiscal engendrados pela crise associada à pandemia da covid-19. Apresentam-se as discussões em torno das seguintes questões: (a) a política fiscal num contexto de taxas de juros baixas; (b) as métricas mais adequadas para avaliar a situação fiscal de uma jurisdição; (c) o espaço para ações discricionárias semiautônomas ou para arcabouços guiados por princípios, ao invés de regras fiscais rígidas; e (d) a concepção consolidada nas publicações mais recentes do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Além desta Introdução, o texto conta com mais sete seções. Primeiro, apresenta-se uma síntese da visão convencional sobre política fiscal, destacando, em seguida, na segunda seção como a crise financeira de 2008-9 influenciou a evolução do arcabouço analítico do *mainstream*. Cada um dos

quatro temas elencados no parágrafo anterior será discutido em uma seção específica. Por fim, as considerações finais fazem um balanço das principais mudanças trazidas e discutem sua aproximação com uma visão heterodoxa da política fiscal pautada na demanda efetiva.

1. A visão convencional da política fiscal: entre a crise e a austeridade

As prescrições de política econômica do chamado Novo Consenso Macroeconômico (NCM)ⁱⁱ tinham como elemento fundamental a atuação dos bancos centrais através do sistema de metas de inflação, com pouca ou nenhuma relevância para a política fiscal, especialmente a discricionária. Taylor (2000a, p.90) traduziu as ideias centrais do NCM em cinco pilares:

- (i) a trajetória do produto potencial (de longo prazo) independe das condições de demanda, sendo determinado, pelas condições de oferta;
- (ii) existe, no curto prazo, um *trade-off* entre inflação e desemprego, contudo, no longo prazo, as políticas de estímulo à demanda são neutras, o que resulta na verticalidade da curva de Phillips no longo prazo;
- (iii) a existência do *trade-off* entre inflação e desemprego é fruto, sobretudo, da rigidez temporária dos preços e salários;
- (iv) as expectativas inflacionárias são endógenas; e
- (v) as decisões de política monetária deveriam seguir regras claras, nas quais a taxa de juros nominal, de curto prazo, é ajustada em reação aos eventos econômicos.

A atuação da autoridade monetária, nesse contexto, não tem a possibilidade de explorar um *trade-off* permanente entre inflação e desemprego, sendo o controle inflacionário o seu principal objetivo. O NCM dava grande centralidade à manipulação da taxa de juros de curto prazo como principal forma de conduzir a política monetária. À política fiscal cabia um papel coadjuvante. A ênfase mais importante do NCM é na estabilidade da dívida pública e na confiança dos agentes em uma trajetória sustentável das contas públicas. Esses seriam elementos fundamentais para a estabilidade macro – evitando situações de dominância fiscalⁱⁱⁱ que porventura prejudicassem a estabilidade de preços.

Taylor (2000a) afirma que o NCM teria sido o resultado do processo evolutivo gradual da macroeconomia originária da revolução macroeconômica das expectativas racionais desenvolvida pelos novo-clássicos durante a década de 1970, particularmente com base nas ideias de Kydland e Prescott (1977) sobre inconsistência intertemporal da política econômica e uma visão dominante de que a política fiscal produz efeitos distorcivos ou até mesmo inflacionários^v sobre a economia, devendo ser utilizada apenas em situações muito específicas.

A tese da sustentabilidade da dívida ou das “finanças saudáveis” ganha força no NCM através da tese da exogeneidade do produto potencial às condições demanda, da aceitação da Crítica de Lucas^v e da aceitação da tese de inconsistência intertemporal da política, de Kydland e Prescott. Além dos fundamentos teóricos, a maior mobilidade de capitais internacionais teria feito da sustentabilidade das contas públicas uma espécie de farol para os fluxos internacionais de recursos. Não por acaso, nos anos 80, aparece o termo *bond vigilantes*ⁱ, referente a grandes investidores internacionais que “ameaçariam” os países endividados com crises cambiais, forçando-os a ofertarem maiores prêmios de riscos em suas dívidas. Nesse contexto, a busca por um orçamento equilibrado e a adoção de regras fiscais seriam importantes para garantir o crescimento e a estabilidade a longo prazo.

A crença que essa abordagem esgotava o aprendizado necessário sobre o funcionamento da macroeconomia era tão disseminada entre os anos 1980 e o período pré-crise de 2008, que Robert Lucas afirmou: “[the] central problem of depression prevention has been solved, for all practical purposes, and has in fact been solved for many decades” (LUCAS, 2003, p.1). Na visão do *mainstream*, a ‘nova política’, ou a política do NCM, estaria obtendo sucesso em manter a inflação baixa desde os anos 1980, com a economia mais estável e recessões brandas. Os anos de política fiscal discricionária, estabilizadora da economia eram coisa do passado:

“In the current context of the U.S. economy, it seems best to let fiscal policy have its main countercyclical impact through the automatic stabilizers. U.S. monetary policy has been doing a good job in recent decades at keeping aggregate demand close to potential GDP [...] It seems hard to improve on this performance with a more active discretionary fiscal policy, and *an activist discretionary fiscal policy might even make the job of monetary authorities more difficult*. Empirical evidence suggests that monetary policy has become more responsive to

the real economy, suggesting that fiscal policy could afford to become less responsive.” (TAYLOR, 2000b, p.35; grifos nossos)

2. A primeira virada: a crise de 2008

A crise de 2008 colocou em xeque as convicções do NCM sobre a grande moderação. No estopim da debacle global, Bernanke (2008) reconhece que a política fiscal poderia ter algum papel a desempenhar em circunstâncias adversas, mas apenas no curto prazo e, principalmente, sem abandonar a ideia de finanças sadias:

“I agree that fiscal action could be helpful in principle, as fiscal and monetary stimulus together may provide broader support for the economy than monetary policy actions alone. But the design and implementation of the fiscal program are critically important. *A fiscal initiative at this juncture could prove quite counterproductive, if (for example) it provided economic stimulus at the wrong time or compromised fiscal discipline in the longer term. [...] any program should be explicitly temporary*, both to avoid unwanted stimulus beyond the near-term horizon and, importantly, to preclude an increase in the federal government's structural budget deficit.” (BERNANKE, 2008, p. 1, grifos nossos)

A inclusão da possibilidade do uso ativo e discricionário da política fiscal não significou um abandono da estrutura teórica anteriormente descrita. Tanto que Bernanke afirma que a política discricionária deveria ser utilizada com cautela, apenas por curtos períodos e, principalmente, com atenção à disciplina fiscal de longo prazo.

Na prática, porém, a crise financeira internacional de 2008-9 demandou ação enérgica dos governos para socorrer o sistema financeiro, restabelecer a demanda agregada e restaurar o nível de emprego. As taxas de juros próximas a zero sinalizavam a perda da capacidade da política monetária em gerenciar a demanda agregada. Coube à política fiscal fixar as diretrizes da recuperação econômica e esse pragmatismo dos governos na crise reacendeu velhos debates sobre a política fiscal.

Abriu-se uma avenida para que houvesse questionamentos teóricos na abordagem convencional, destacando-se os seguintes pontos: (i) o tamanho do multiplicador e a eficácia da política fiscal; (ii) a relação entre expansão do endividamento e crescimento; (iii) a validade da tese de contração fiscal

expansionista; (iv) as opções de política e a velocidade da consolidação fiscal pós-crise; e (v) o uso de regras fiscais e o espaço fiscal (LOPREATO, 2014).

Num mundo de taxas de juros baixas e com a presença de histerese^{vii}, a política fiscal passou a poder ir além das fronteiras dos estabilizadores automáticos e das regras em momentos de recessão. Porém, a austeridade fiscal não foi abandonada como norte, uma vez que caberia a ela criar o espaço orçamentário necessário – uma espécie de colchão fiscal – para lidar com as crises. Nas palavras de Lopreato (2014, p. 23, grifos nossos):

“O avanço teórico talvez se limite à aceitação de que o uso da expansão fiscal é viável como instrumento nos raros momentos em que a economia global se encontra em situações excepcionais. No restante do tempo *continuam arraigadas as velhas convicções*”.

Na mesma linha, Fiebiger e Lavoie (2017) apontam que a crise não foi suficiente para superar as controvérsias sobre a utilização da política fiscal. Os autores fizeram um extenso trabalho sobre as posições do Fundo Monetário Internacional (FMI) a respeito do uso dessa política. Segundo eles, em 2008 o FMI prescrevia o uso da política fiscal a fim de conter os efeitos da crise por meio de uma estratégia dupla: apoio ao setor financeiro e implemento de estímulo fiscal de curto prazo, especialmente através de investimento público. Essa posição teria marcado uma “primeira virada” no debate feito pelo FMI sobre política fiscal discricionária, o que autores como Seccareccia (2012) encaravam como um “Novo Fiscalismo”.

Porém, o Fundo não abandonou de todo a posição defendida pelo NCM. O uso da política fiscal discricionária deveria ser temporário, sem abandonar os princípios das finanças sadias e com compromisso de médio prazo com a estabilidade da relação dívida/PIB, a fim de proteger o espaço fiscal futuro. A experiência de austeridade europeia, em especial, serviu para jogar um balde de água fria naqueles que projetavam mudanças mais substanciais na concepção teórica da economia convencional.

Com efeito, a preocupação com o crescimento da relação dívida/PIB de diversos países após a crise financeira de 2008 levou os “guardiões” das finanças saudáveis a se posicionarem e defenderem a austeridade a despeito de uma parca recuperação econômica. São exemplos Reinhart e Rogoff (2010), Alesina e Ardagna (2010), Alesina, Favero e Giavazzi (2012), Alesina et al. (2016) e Alesina, Favero e Giavazzi (2019).

Reinhart e Rogoff (2010) afirmaram num famoso estudo que países com relação dívida/PIB acima de 90% teriam crescimento médio reduzido em relação àqueles com menores patamares de dívida. O controle do endividamento, portanto, tornava-se mais relevante que políticas discricionárias de fomento à demanda agregada^{viii}. Alesina e Ardagna (2010) e Alesina, Favero e Giavazzi (2012) concentraram seus esforços em discutir, sob o argumento da necessidade da retomada da austeridade, qual seria a melhor forma de executar a consolidação fiscal a fim de garantir a retomada do crescimento, em linha com a tese da “austeridade expansionista”^{ix}.

As estimações de multiplicadores fiscais elevados em diferentes fases do ciclo foram dando lugar a métricas que indicavam valores mais modestos, próximos e/ou inferiores à unidade, retomando a hipótese de ineficácia da política fiscal (AUERBACH; GORODNICHENKO, 2012; RAMEY, 2019). Apesar das fragilidades da literatura sobre dívida e crescimento, manteve-se no imaginário dos economistas a ideia de um número mágico acima do qual o endividamento governamental levaria à instabilidade macroeconômica (HERNDON; ASH; POLLIN, 2014; SAUNGWEME; ODHIAMBO, 2018).

Além disso, a flexibilização de algumas regras fiscais, com cláusulas de escape conforme o ciclo, teve como contrapartida a criação de uma nova institucionalidade de política fiscal, pautada em Conselho Fiscais e instituições que pudessem contribuir para assegurar a aderência das políticas aos velhos mantras do orçamento equilibrado e da sustentabilidade da dívida pública (LOPREATO, 2014; IMF, 2013).

Se houve um “novo fiscalismo” em 2008, ele não durou muito. Em breve, retornou-se às convicções anteriores.

3. Covid-19, juros baixos e política fiscal

Em linha com o que aconteceu na crise de 2008, Blanchard, Felman e Subramanian (2021) sugerem que há atualmente um “novo consenso fiscal”, que gira em torno de três proposições principais. Primeiro, que políticas macroeconômicas são necessárias para aumentar a demanda agregada, uma vez que a demanda do setor privado está cronicamente fraca – ainda mais após a pandemia de covid-19. Segundo, a política fiscal precisa ser a principal ferramenta anticíclica, uma vez que as possibilidades da política monetária se

exauriram. Terceiro, há espaço para usar a política fiscal nesse sentido porque, embora a dívida pública esteja elevada, ela parece ser sustentável.

Por trás das duas últimas proposições está a constatação de que os países centrais vivem hoje num mundo de taxas de juros baixas e que essa configuração irá perdurar. A discussão sobre a política fiscal com juros baixos foi detalhada também por Furman e Summers (2020) no seminário “Conselhos para Joe Biden e o Congresso sobre política fiscal”, realizado em dezembro de 2020^x. A ideia do evento foi juntar nomes de destaque do *mainstream* econômico para debater quais possibilidades estariam abertas para o recém-eleito presidente americano em termos de política fiscal. Jason Furman e Lawrence Summers, ambos da Universidade de Harvard, ficaram responsáveis por encabeçar a discussão, tendo como base o trabalho intitulado “Uma reconsideração da política fiscal numa era de baixas taxas de juros”.

Os argumentos de Furman e Summers (2020) remontam a publicações anteriores, que ressaltavam a noção de histerese, abriam espaço teoricamente para a ideia de que ajustes fiscais poderiam se “autodestruir” e indicavam a necessidade de uma política fiscal direcionada a resultados de médio-longo prazo (DELONG; SUMMERS, 2012; FATÁS; SUMMERS, 2018). Tudo isso, obviamente, caso se verificasse a hipótese prévia de que as taxas de juros ficariam em patamares baixos ou próximos a zero, como parecia plausível ou provável no contexto imediato após a crise financeira internacional de 2008-9.

Os autores ressaltam, ainda, que políticas fiscais contracionistas poderiam comprometer a estabilidade financeira, ao forçar a redução das taxas de juros, o que pode estimular uma alavancagem excessiva e bolhas nos preços dos ativos. Argumentam também que as baixas taxas de juros invalidam a ideia de *crowding-out* dos gastos públicos. Por fim, aceitam a ideia de equidade intergeracional, mas rejeitam a tese de que déficits implicarão necessariamente um maior fardo para a geração futura, defendendo, dentre outros argumentos, que investimentos em infraestrutura podem beneficiar também as próximas gerações.

Furman e Summers (2020) destacam que o cenário de substancial redução das taxas de juros – básicas e de longo prazo – nas economias centrais ao longo da década de 2010 seria explicado por um conjunto de fatores como as mudanças demográficas e no comportamento das firmas ou a estagnação secular (RACHEL; SUMMERS, 2019). Nesse contexto, a preocupação da teoria convencional com os déficits e o aumento do endividamento em recessões

estaria fora de lugar: com taxas de juros baixas – inferiores às taxas de crescimento da economia, na famosa condição $(r - g) < 0$ –, seria difícil que a trajetória da dívida pública fosse explosiva, pois os próprios efeitos dos gastos públicos sobre a demanda e o produto tenderiam a atenuar a trajetória de endividamento. Como apontam os autores:

“At a minimum, countries can always come back later to raise revenues or reduce spending in order to get debt trajectories back on a desired course. More importantly, this may not even be needed as *fiscal support may help fiscal sustainability by increasing output more than it raises debt*, thus reducing the debt-to-GDP ratio”. (FURMAN; SUMMERS, 2020, p. 13; grifos nossos)

À medida que uma política fiscal estimuladora consiga elevar a taxa de crescimento da economia relativamente às taxas de juros, seu efeito líquido sobre a trajetória da dívida/PIB será favorável – mais ainda nos casos em que o nível desse indicador é elevado. Nesse sentido, os agentes não precisariam se preocupar com um aumento do fardo da dívida, muito em linha com o raciocínio de Domar (1944). Além disso, os autores argumentam que os governos poderiam empregar estratégias de expansão da despesa atreladas a um aumento da carga tributária ou da progressividade do sistema tributário, pautando-se na ideia de que mesmo um orçamento equilibrado pode gerar efeitos multiplicadores relevantes, *à la* Haavelmo (1945).

Contudo, o mix de instrumentos de política fiscal importa, uma vez que os diferentes multiplicadores associados a cada tipo de despesa e receita podem facilitar o controle da dívida e de seu serviço financeiro ao longo do tempo. Despesas com multiplicadores mais elevados, nessa visão, deveriam ser privilegiadas, com os investimentos públicos cristalizando-se como a principal forma de intervenção dos governos a médio prazo.

A literatura indica que os investimentos, em particular, aqueles em infraestrutura, apresentam multiplicadores mais elevados em diferentes fases do ciclo econômico – ainda que a evidência empírica seja inconclusiva acerca da eficácia relativa desses gastos para reativar a economia no curto prazo (AUERBACH; GORODNICHENKO, 2012; RAMEY, 2019; 2020).

Nessa toada, Furman e Summers (2020, p. 34) argumentam que: “public investment can [...] offset some, all or even more than all of its cost if it has a sufficiently high rate of return in expanding the economy’s potential itself”. Mais que isso, os autores sustentam que os investimentos que possuem retornos que

excedam a taxa de juros – significativamente baixa no contexto atual – seriam capazes de se pagarem por si próprios em termos do valor presente. Destacam-se aqui as despesas com investimentos em pesquisa, infraestrutura e educação, que podem trazer benefícios maiores que os custos em termos do acúmulo adicional de dívida^{xi}.

Em especial, os investimentos que não geram despesas imediatas e substanciais de custeio, como alguns investimentos em infraestrutura, acabam prevalecendo segundo essa lógica de custo-benefício. Abre-se espaço, portanto, para uma discussão sobre a composição dos planos e das medidas fiscais: “Wasteful and poorly designed spending programs or tax cuts [...] are not justified by this logic” (FURMAN; SUMMERS, 2020, p. 35).

Por fim, destaca-se que não só os gastos discricionários têm papel contracíclico nas crises, mas também há um importante papel a ser desempenhado pelos estabilizadores automáticos – mecanismos acionados automaticamente, seja via aumento de receita ou corte nos impostos, em situações de contingência, como, por exemplo, o seguro-desemprego.

Alguns argumentos a favor desses estabilizadores são levantados por Furman e Summers (2020, p. 16). Para além da lógica microeconômica, os autores ressaltam que esses estabilizadores podem ser mais ágeis que políticas discricionárias, sujeitas a defasagens na reação das autoridades ou a limitações políticas. Além disso, essas políticas podem ser desenhadas de forma mais apropriada às necessidades locais, fornecendo maior assistência nas localidades mais necessitadas.

As baixas taxas de juros, então, sustentam as possibilidades – e mesmo a necessidade – de utilizar uma política fiscal expansionista e realizar investimentos públicos, estabelecendo como objetivo de política o crescimento econômico e a estabilidade financeira. A prevenção de recessões e a promoção de uma taxa de crescimento de longo prazo mais elevada integrariam esse objetivo.

Como diretrizes, Furman e Summers (2020, p. 39-41) sugerem que emergências temporárias sejam cobertas a partir do endividamento (“should not be paid for”), que os custos de programas permanentes sejam arcados via tributação (“should be paid for”) – com exceções para programas que paguem a si próprios em valor presente –, e que a composição do orçamento seja

aprimorada para que o governo seja mais eficiente e seja capaz de fornecer um maior suporte à demanda agregada.

Além disso, a política monetária pode auxiliar a política fiscal com o emprego de medidas não-convencionais. Elenev et al. (2021) sugerem que a criação de condições acomodáticas da política monetária por meio de programas de compra de ativos (*quantitative easing*) e do uso da prescrição futura (*forward guidance*) contribuem para reduzir a razão dívida/PIB e o risco fiscal num ambiente em que há expansão no gasto discricionário do governo.

É importante notar, entretanto, que a visão de Furman e Summers não é integralmente consensual no *mainstream*. Reis (2021) e Cochrane (2021) sugerem que as baixas taxas de juros não resolvem o problema do déficit e da dívida pública: o primeiro argumenta que, mesmo no caso de $r < g$, há um limite em relação a quanto o governo pode gastar; o segundo destaca que as baixas taxas de juros podem ser suficientes para que déficits pequenos sejam “autofinanciados”, mas não déficits elevados – estes aumentariam inexoravelmente o fardo da dívida^{xii}.

Na mesma linha, Mauro e Zhou (2021) destacam que, ao analisar eventos históricos, vários episódios de *default* (dívida externa) ocorreram após períodos de diferenciais negativos entre a taxa de juros e a taxa de crescimento, sublinhando que os custos marginais de endividamento do governo podem subir rapidamente. Além disso, há também questionamentos em relação à persistência de baixas taxas de juros:

“The fact that government borrowing rates are at extremely low levels does not imply that the very high debt, especially short-term borrowing, is a free lunch. Real borrowing rates are likely below long-term trend, and there is no guarantee that any future adverse shock can only lower interest rates”. (ROGOFF, 2021, p. 783)

A despeito das vozes dissonantes apresentadas acima, parece prevalecer uma abordagem mais leniente em relação à política fiscal e a seu protagonismo. As mudanças, porém, não se restringem à eficácia das políticas, mas também podem ser constatadas na própria maneira de avaliar a “sustentabilidade fiscal” dos governos, como veremos na seção a seguir.

4. Novas métricas da situação fiscal

Na teoria convencional, o controle do nível de dívida pública em relação ao PIB é central. Ainda que a situação fiscal não seja medida única e simplesmente a partir desse indicador, em várias análises é a trajetória dessa razão que acaba por sinalizar aos agentes o provável comportamento futuro do “fardo da dívida” e a situação fiscal de determinada jurisdição (BLANCHARD ET AL., 1990). Essa perspectiva ganhou fôlego, ainda, com a discussão de Reinhart e Rogoff (2010) sobre a relação entre a razão dívida/PIB e o crescimento, a despeito das controvérsias que rondam a questão (SAUNGWEME; ODHIAMBO, 2018; BUSATO; ALMEIDA, 2021). Por fim, esse indicador é também objeto de regras que orientam as políticas fiscais, como, por exemplo, no caso do Tratado de Maastricht para a Zona do Euro (FURMAN; SUMMERS, 2020, p. 17-8).

Seguindo a discussão apresentada na seção anterior, Furman e Summers (2020) argumentam que a métrica dívida/PIB precisa ser reavaliada como guia de política econômica num contexto em que as taxas de crescimento da economia excedam as taxas de juros. Para eles há três principais problemas de usar essa métrica para avaliar a situação fiscal de um país. Primeiro, ela ignora o fato de que a dívida pode ser paga ao longo do tempo – e não num único ponto do tempo. Portanto, não faria sentido comparar a dívida – um estoque – com o PIB – um fluxo. Segundo, ela ignora o nível das taxas de juros: para um mesmo nível de dívida, taxas de juros mais baixas implicarão um menor fardo da dívida. Terceiro, é um indicador que reflete o passado, mas não as políticas futuras a serem adotadas.

Devido a esses problemas, Furman e Summers sugerem que métricas alternativas, como a dívida sobre o PIB a valor presente ou o pagamento de juros reais da dívida sobre o PIB, seriam mais adequadas, em especial, quando consideradas sob uma perspectiva de consistência entre fluxos e estoques. No primeiro caso, calcula-se o valor presente dos PIBs futuros a partir de estimativas para um horizonte infinito, criando uma medida de estoque^{xiii} comparável ao estoque de dívida. No segundo caso, a referência são os pagamentos de juros realizados a cada período, calculados em termos reais, de modo que os efeitos da inflação sobre a situação fiscal sejam captados de forma mais apropriada.

Entretanto, em ambos os casos, as medidas alternativas não são capazes de capturar o comportamento futuro da política fiscal. Assim, uma terceira medida é apresentada: o hiato fiscal (*fiscal gap*). Esse indicador tem como

objetivo refletir a situação orçamentária de longo prazo do governo. Ele é calculado a partir da restrição orçamentária intertemporal do governo, medindo o valor presente da diferença entre os gastos e as receitas futuras do setor público para dado período de tempo (KOTLIKOFF, 2018). O hiato fiscal mede a mudança imediata e permanente no superávit primário necessária para manter a razão dívida/PIB inalterada para um período específico de tempo. Esse cálculo demanda informações sobre as taxas de juros, o PIB e os superávits futuros (AUERBACH; GALE; KRUNPKIN, 2019).

Contudo, essa medida traz outros problemas a serem considerados. Em primeiro lugar, ela não permite uma comparação objetiva entre países ou mesmo ao longo do tempo, pois depende de estimativas, que estão sujeitas, invariavelmente, a um elevado nível de incerteza:

“Forecasting deficits and debt is extremely difficult and forecasts have very large standard errors that derive both from unexpected changes in economic variables like growth and interest rates and also in ‘technical’ factors like the cost of health care and the efficiency of tax collections.” (FURMAN; SUMMERS, 2020, p. 28)

Em segundo lugar, as medidas de hiato fiscal apresentam, comumente, intervalos de erro muito grandes, devido às dificuldades de estimação levantadas anteriormente. Por fim, em terceiro lugar, a medida de dívida/PIB corrente pode ser considerada arbitrária, podendo não informar de forma apropriada os objetivos de política fiscal que serão perseguidos.

Nesse contexto, Furman e Summers sugerem que é inevitável encarar um *trade-off* entre o que seria uma métrica “objetiva mas não informativa” e uma métrica “subjetiva mas informativa” sobre a sustentabilidade de determinada política fiscal. Pesando os prós e os contras das métricas alternativas apresentadas, os autores privilegiam a adoção do serviço da dívida como referência: “we think that debt service ratios projected out over a period of about a decade are a better way to minimize uncertainty and put context on the best fiscal targets” (FURMAN; SUMMERS, 2020, p. 33).

Os *policymakers*, nesse caso, não precisariam se preocupar com a situação fiscal caso a expectativa sobre a razão Serviço (Real) da Dívida/PIB se mantivesse confortavelmente dentro do padrão histórico ao longo de determinado período de tempo, como, por exemplo, na próxima década. O limite superior sugerido pelos autores, considerando a experiência americana, seria de cerca de 2% do PIB. Caso os valores pagos em juros se aproximassem desse teto,

Furman e Summers consideram que seria necessário promover políticas direcionadas a reduzir a razão dívida/PIB; do contrário, haveria “espaço fiscal” para promover políticas associadas a um maior déficit ou gasto públicos.

A mudança da métrica não muda a orientação geral da política fiscal, que deve, em última análise, buscar o equilíbrio orçamentário intertemporal como meio de sinalizar a “solvência” do governo – vide, por exemplo, os argumentos de Bacha (2020) para o caso brasileiro. Porém, ao deixar de lado a discussão sobre o nível da dívida em si, a mudança das métricas pode passar a conferir maior flexibilidade à política fiscal, especialmente, em momentos de crise.

5. O retorno à discricionariedade?

No *mainstream*, a consistência intertemporal da política fiscal é tipicamente associada à presença de regras que sinalizem o compromisso dos governos com a sustentabilidade da dívida pública ou com a estabilização macroeconômica (KYDLAND; PRESCOTT, 1977; IMF, 2009). As regras são relevantes, nessa visão, para conter déficits excessivos ou “desnecessários” e criar/preservar o “espaço fiscal” necessário aos governos para lidar com recessões. Desde a crise financeira internacional de 2008, as regras fiscais passaram a contemplar uma maior flexibilidade, por exemplo, por meio da introdução de cláusulas de escape ou de ajustes numéricos conforme o ciclo econômico; os formuladores passaram a buscar uma combinação entre simplicidade, flexibilidade e capacidade de observância de modo a sinalizar a consistência temporal das políticas fiscais (EYRAUD ET AL., 2018).

A pandemia da covid-19, porém, foi uma experiência que exigiu uma boa dose de discricionariedade nas políticas adotadas. A inadequação de regras rígidas e cláusulas de escape que se mostraram insuficientes para lidar com o impacto macroeconômico da pandemia levaram a uma discussão sobre a flexibilização dos regimes fiscais, reacendendo o debate regras vs. discricionariedade, que permeia a macroeconomia há décadas. Duas contribuições destacam-se nessa área: Orszag, Rubin e Stiglitz (2021) e Blanchard, Leandro e Zettelmeyer (2021).

O primeiro grupo de autores critica abertamente a ideia de âncoras fiscais que conformam a política fiscal a partir de uma regra imposta de cima para baixo (*top-down anchor*), como o limite de 3% do PIB para os déficits previstos no Tratado de Maastricht na Zona do Euro ou os limites de dívida/PIB a que se

sujeitam algumas jurisdições, como o Reino Unido e a Suécia. No entendimento desses autores, os valores numéricos adotados são, em geral, arbitrários e podem variar significativamente de país para país ou ao longo do tempo. A tecnologia de comprometimento oferecida pelas regras, porém, só traz benefícios na ausência de incerteza^{xiv}:

“Where such deep uncertainty exists, however, it may be counterproductive because policymakers become committed to a target that is no longer appropriate when circumstances change, and therefore eventually such commitment will be broken.” (ORSZAG; RUBIN; STIGLITZ, 2021, p. 12)

Um arcabouço de política fiscal apropriado deve, então, ser capaz de refletir a incerteza inerente e fornecer ferramentas adequadas para os gestores de política administrarem as questões fiscais e suas consequências no mundo real. A rejeição de um extremo, as regras, porém não implica a aceitação cega do outro, a discricionariedade, até porque num mundo em que a incerteza prevalece isso equivaleria a sobrecarregar os formuladores da política fiscal. Com isso, Orszag, Rubin e Stiglitz (2021) propõem uma abordagem em que a discricionariedade na política fiscal é mantida como uma opção, mas só há espaço para exercê-la após o ajuste automático do orçamento em áreas onde há amplo consenso em relação aos resultados para a sociedade.

Essa “arquitetura fiscal de discricionariedade semiautônoma”^{xv} seria composta por cinco elementos fundamentais: (i) estabilizadores automáticos reforçados; (ii) um novo programa de infraestrutura; (iii) a extensão da maturidade da dívida pública; (iv) a indexação de programas fiscais de longo prazo às variáveis que os determinam; e (v) maior ênfase na discricionariedade *residual* (ORSZAG; RUBIN; STIGLITZ, 2021, p. 2).

O primeiro elemento consiste na expansão e no fortalecimento de estabilizadores automáticos anticíclicos, que levem a uma suavização do consumo e do investimento ao longo do ciclo e, especialmente, durante recessões. Esses estabilizadores incluem mecanismos de transferências entre o governo federal e os estados e municípios, o seguro-desemprego, isenções fiscais vinculadas à folha de pagamento, transferências monetárias diretas e mesmo transferências em espécie.

O segundo elemento diz respeito à criação de um novo estabilizador automático relativo a investimentos em infraestrutura. Os autores reconhecem a relevância desses investimentos na atual conjuntura, especialmente quando se

consideram os riscos climáticos e a necessidade para transição a uma economia de baixo carbono. Tipicamente as despesas em infraestrutura são procíclicas, aspecto que o novo arcabouço fiscal busca tratar. A proposta dos autores é criar um programa de financiamento a investimentos em infraestrutura que funcione de forma anticíclica, expandido esses gastos em recessões, com foco em projetos e obras que possam ser rapidamente realizados. As fontes de financiamento, a médio-longo prazo, viriam de aumentos de impostos ou tarifas.

O terceiro elemento dessa nova arquitetura tem como objetivo isolar, na medida do possível, o orçamento de movimentos nas taxas de juros. O endividamento e as despesas com juros podem aumentar bastante nos próximos anos, pois as taxas de juros próximas a zero acabam trazendo riscos assimétricos, tornando mais provável uma elevação das taxas de juros no futuro. Notadamente: “If sufficiently large, spikes in federal debt yields can engender abrupt and costly adjustments to fiscal policy (whether in the form of tax increases or spending cuts)” (ORSZAG; RUBIN; STIGLITZ, 2021, p. 15). Os autores, então, propõem um alongamento dos vencimentos da dívida pública americana a taxas pré-fixadas, com a emissão de títulos de cinquenta e cem anos de maturidade, aproveitando o atual momento de taxas de juros muito baixas para padrões históricos.

O quarto elemento consiste em indexar os programas fiscais às variáveis que os condicionam. Os gastos com previdência, saúde e as receitas, respectivamente, dependem essencialmente da evolução da produtividade, da demografia e da desigualdade. A proposta dos autores é que o ajuste a essas variáveis seja automatizado.

Por fim, o quinto elemento diz respeito à discricionariedade residual da política fiscal. Os elementos anteriores contribuem para ajustes automáticos no orçamento, mas podem ser insuficientes para lidar com recessões como a vivenciada na pandemia de covid-19. Os autores sugerem que as decisões de política adicionais devem ser deixadas nas mãos dos gestores ao invés de seguirem metas e regras pré-definidas. Em outras palavras:

“Policymakers should be able to focus more on the core decisions they face, with a streamlined dashboard because the budget responds in a timely and facile way to economic distress (through stronger automatic stabilizers) and also to long-term fiscal pressures (through indexing programs and the tax code to many of the drivers of those pressures). Policymakers can then gradually take any necessary additional actions on a discretionary basis.” (ORSZAG; RUBIN; STIGLITZ, 2021, p. 22)

Essa arquitetura, portanto, fornece um arcabouço significativamente distinto das regras pré-definidas privilegiadas pela visão convencional, conferindo grande flexibilidade à política fiscal e estabelecendo um amplo espaço para discricionariedade dos formuladores e gestores de política.

Outra abordagem que também questiona o *status quo* das regras fiscais é a apresentada por Blanchard, Leandro e Zettelmeyer (2021). Os autores enfocam o caso europeu e argumentam que os esforços para desenhar regras que englobem todo tipo de contingência adicionarão complexidade à política fiscal, sem, contudo, impedir que recessões como a vivenciada durante a pandemia levem a violações ou à necessidade de suspensão das regras.

Em última análise, este segundo grupo de autores também considera a incerteza subjacente às decisões de política fiscal, mas, diferentemente do primeiro grupo, sua crítica deriva diretamente da situação conjuntural das baixas taxas de juros e da dinâmica do endividamento público.

Ao analisar o caso europeu e as diferentes teorias macroeconômicas que orientam a discussão – inclusive a tese de finanças funcionais de Lerner (1943) –, eles chegam a cinco conclusões: (i) não há um número mágico, único, invariável no tempo e conforme a jurisdição, para o déficit ou para a dívida públicos; (ii) a sustentabilidade da dívida é uma questão probabilística, isto é, há trajetórias mais prováveis e menos prováveis, mas não uma única direção; (iii) é preciso pensar não só na dívida/PIB, mas também no resultado orçamentário, em particular, o resultado primário; (iv) para um mesmo nível de dívida, o resultado primário necessário é altamente sensível à diferença entre taxa de crescimento e taxa de juros; e (v) o resultado primário que um país *pode alcançar* depende de um conjunto grande de fatores.

A alternativa proposta pelos autores seria a estruturação de um arcabouço que substitua as regras com metas quantitativas e numéricas por “padrões”, “normas” ou princípios^{xvi} fiscais que sejam simples e capazes de serem cumpridas. Por princípios entende-se uma declaração de objetivos gerais, em conjunto com um processo de avaliação acerca do desempenho dos países em termos de sua observância.

A diferença entre regras e princípios é o grau em que o conteúdo legal é definido *ex-post*, na interpretação da observância à norma. Hoje, a maior parte das regras fiscais define *ex-ante*, numericamente, os objetivos ou os limites a serem observados, não deixando margem para interpretações. Entretanto,

todos arcabouços jurídicos contemplam tanto regras como princípios em seus dispositivos – mesmo no caso europeu, foco da análise. Os autores advogam que a abordagem pautada em princípios é preferível quando as autoridades não forem capazes de conceber regras gerais por causa da falta de informações ou da própria “incerteza”.

A experiência utilizada como referência é a da Nova Zelândia, cujo arcabouço criado pela Lei de Responsabilidade Fiscal estabelece “princípios para uma gestão fiscal responsável”. A generalidade desses princípios fica clara ao analisarmos como a lei é construída. São objetivos do arcabouço: “alcançar e manter níveis prudentes de endividamento público”, “assegurar que, na média, as despesas operacionais não excedam as receitas operacionais”, “considerar o impacto provável da estratégia fiscal nas gerações presente e futuras”, dentre outros. Blanchard, Leandro e Zettelmeyer (2021, p. 20) associam esses objetivos à doutrina lerneriana das finanças funcionais.

Quanto à implementação de princípios no arcabouço europeu:

“The crux of implementing a fiscal standard is of course how to recognize ‘excessive’ (or conversely, ‘prudent’) debt and deficit levels. In the absence of a long body of case law (or universally accepted definitions of these terms), these terms would need to be defined and the definitions elaborated in EU law. [...] we argue for fiscal standards accompanied by criteria, procedures, and methods that describe how to apply them. These could be codified at several levels of EU legislation.”
(BLANCHARD; LEANDRO; ZETTELMEYER, 2021, p. 21)

O arcabouço, portanto, se baseia na aplicação das leis e numa governança diferenciada que atribui papéis importantes às várias instituições envolvidas na formulação e implementação da política fiscal^{xvii}. Com isso, confere maior flexibilidade às regras, mas sem excluí-las como forma de assegurar uma política compatível com a visão convencional acerca da necessidade de pautar a política fiscal pela sustentabilidade dos déficits e da dívida públicos.

As duas alternativas às regras apresentadas nessa seção têm em comum o fato de fornecerem maior flexibilidade ou discricionariedade aos gestores da política fiscal. Porém, diferem bastante na concepção dos arcabouços fiscais: Orszag, Rubin e Stiglitz preconizam o estabelecimento de estabilizadores automáticos e a criação de espaço para a discricionariedade dos *policy-makers* em tempos de crise, porém limitando-a em tempos normais; já Blanchard, Leandro e Zettelmeyer buscam criar um espaço para a ação discricionária

dentro de um conjunto de princípios, que permite contemplar contingências e tratar da incerteza, mas sem abrir mão de um norte acerca da sustentabilidade do resultado fiscal.

É difícil hoje afirmar qual dessas visões poderá prevalecer no futuro – se é que alguma delas terá um futuro –, mas elas sinalizam que a pandemia abriu novas possibilidades em termos da política fiscal. A cristalização dessas alternativas, porém, depende de uma economia política própria, ligada à adoção e disseminação desses arrazoados teórico-institucionais pelos países. Nessa esfera, instituições supranacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), cumprem um papel central. A próxima seção se dedica a analisar esse ponto.

6. Um novo Consenso de Washington? Um novo FMI?

Teria o “novo consenso fiscal” apresentado nas seções anteriores influenciado diretamente a visão de organismos internacionais como o FMI? A mudança na apreciação de alguns elementos teóricos seria capaz de modificar a prescrição dessas entidades quanto à institucionalidade da política fiscal? O FMI foi central na difusão de regras fiscais e no monitoramento das políticas fiscais, em linha com um receituário mais geral de políticas e reformas institucionais associadas à alcunha “Consenso de Washington”^{xviii}. Com as mudanças pós-pandemia seria o caso de questionar se há um Novo Consenso de Washington alinhado ao “novo consenso fiscal”.

Sandbu (2021) sugere que sim: há um novo consenso e ele é menos fiscalista do que no passado. Na visão desse autor, houve uma reorientação do discurso de organismos como o FMI e o Banco Mundial em prol da expansão dos gastos públicos, muito embora esses devam ser focados em áreas que deem maior retorno. Nas palavras do autor:

“Eis o novo consenso de Washington: Gaste muito com saúde pública. O equilíbrio fiscal por muito tempo muito foi o centro da receita do FMI (uma piada dizia que IMF, a sigla em inglês do Fundo, queria dizer ‘it’s mostly fiscal’, algo como ‘trata-se principalmente de uma questão fiscal’). Agora não se trata mais de conter o gasto público e sim de empregar bem o dinheiro - e gastar mais onde se extrai mais valor”. (SANDBU, 2021)

O receituário abarca despesas não só com saúde ou com vacinas, mas com outros gastos em áreas relevantes como educação – uma forma não só de obter

retornos elevados, mas também de compensar as perdas trazidas pela pandemia em termos de aprendizagem e da necessidade de reestruturação do mercado de trabalho. Nesses casos, Sandbu advoga que os economistas dos organismos multilaterais “parecem estar muito tranquilos” com os elevados montantes de gasto nos países mais ricos, ainda que preguem prudência. Além disso, medidas antes fora do cardápio, como a taxaço da riqueza para reduzir desigualdades, passaram a estar sobre a mesa.

Com efeito, numa entrevista ao Financial Times em janeiro de 2021, Vitor Gaspar, Diretor do Departamento de Finanças Públicas do FMI, sugeriu que o principal papel da política fiscal no futuro imediato seria estimular a economia e ajudar a restaurar o crescimento econômico, reduzir o desemprego e vencer a covid-19 (GILES, 2021). Maiores níveis de endividamento seriam inevitáveis, mas seriam menos problemáticos em função da redução nas taxas de juros. Seria desejável pensar em algum tipo de âncora para o endividamento, mas somente no longo prazo:

“People have to take into account public finance risks and public debt sustainability, but they should recognise that if the pandemic is not put under control, the risks for the long-run prosperity of the economy and also for fiscal sustainability would be even greater.” (GILES, 2021)

Uma análise pormenorizada das publicações relacionadas à política fiscal do FMI e do Banco Mundial – como a realizada por Fiebiger e Lavoie (2017) – certamente transcende o escopo deste texto, mas é possível sublinhar alguns elementos principais. No Monitor Fiscal de abril de 2021, o FMI chamava atenção para os objetivos imediatos da política fiscal durante a pandemia:

“Until the pandemic is brought under control globally, fiscal policy must remain flexible and supportive of health care systems, households, viable firms, and the economic recovery. The need and scope for support varies across economies, depending on the effect of the pandemic and the ability to access low-cost borrowing.” (IMF, 2021, p. 103)

Essa citação sintetiza a visão presente em uma série de textos de autores ligados ao Fundo, que defendiam – e defendem – a proteção dos meios de subsistência de famílias e empresas (DELL’ARICCIA ET AL., 2020; GASPAR; LAM; RAISSI, 2020a), o reforço dos gastos com saúde (GASPAR; MAURO, 2020) e a realização de investimentos públicos para assegurar a retomada econômica (GASPAR; LAM; RAISSI, 2020b; MOSZORO, 2021). O foco na “qualidade” do

gasto ou em sua composição aparece também nas publicações do Banco Mundial (2021a; 2021b).

A questão da desigualdade também foi alvo de consideração, uma vez que a recuperação em relação à fase mais grave da crise econômica associada à pandemia foi bastante desbalanceada em favor das classes mais ricas. É interessante notar que, ao estudar episódios de epidemia anteriores, Furceri et al. (2021) mostram que os eventos seguidos por consolidações fiscais tiveram como resultado maior desigualdade. Nesse sentido, surgem como políticas alternativas para atenuar as desigualdades a promoção de mudanças na estrutura tributária que adicionem maior progressividade e ampliem a capacidade arrecadatória por meio de impostos sobre a riqueza ou da taxaço de carbono (IMF, 2021, p. 15-8).

Se, de um lado, a abordagem dos organismos internacionais em relação aos gastos parece ser mais leniente, por outro lado, não abandona a retórica fiscalista convencional, especialmente para o caso de países considerados pobres ou em desenvolvimento. A necessidade de criar, a todo momento, “espaço fiscal” e de aderir a regras fiscais para sinalizar o comprometimento com o objetivo de manter as finanças “sadias” se mantém como peças centrais do arcabouço, colocando em xeque a aplicabilidade das mudanças institucionais elaboradas na última seção:

“Securing resources for human capital priorities can involve finding space within budgets, pursuing cost-effective reforms, and reprogramming budgets toward priorities while shielding critical spending lines from fiscal adjustment.” (World Bank, 2021, p. 9)

“To avoid undermining the credibility of rules-based fiscal frameworks, countries should clearly communicate pathways for reinstating the rules (and, in some cases, recalibrate the rules’ limits or improve their design) and reducing deficits and debt below the required limits.” (IMF, 2021, p. 15)

É difícil, portanto, sustentar a tese de que há um Consenso de Washington efetivamente “novo”: as condições conjunturais – baixas taxas de juros – parecem prevalecer na definição das prioridades de política, imperando certo pragmatismo na visão de organismos internacionais face à gravidade da crise da covid-19; contudo, a médio-longo prazo, quando tratamos de aspectos mais estruturais da política fiscal, não parece haver mudanças substanciais na visão desses organismos.

Nas economias em desenvolvimento, mesmo que as taxas de juros se encontrem baixas e os diferenciais juros-crescimento estejam favoráveis à luz dos padrões históricos, a concepção desses organismos não é “bem menos” fiscalista; na realidade, pouco se altera:

“There is no question that favorable interest-growth differentials make any public debt situation less worrisome, for both advanced economies and emerging markets. But there are still limits to how high debt can go, and these limits are tighter in EMs [Emerging Markets]. Prospects for growth and interest rates are more uncertain. The scope for fiscal adjustment in the face of higher rates or lower growth is more limited. Consequently, one should be careful in importing wholesale the new fiscal consensus from advanced economies to emerging-market economies”. (BLANCHARD; FELMAN; SUBRAMANIAN, 2021, p. 13)

Segundo Blanchard; Felman e Subramarian (2021), o novo consenso poderia ser resumido em três proposições: Reconhecimento da necessidade de políticas macro a fim de estimular a demanda; o esgotamento da política monetária num contexto de juros zero ou próximo de zero torna a política fiscal a principal ferramenta para fechar o hiato do produto; há espaço para o uso da política fiscal mesmo em um contexto de dívidas elevadas, porque a diferença ($r - g$) dá maior sustentabilidade para a dívida. No entanto, ao analisarem a possibilidade desse consenso ser aplicável para economias em desenvolvimento, os autores fazem três perguntas: (i) se as condições macro são as mesmas; (ii) se há mais “incerteza” sobre os saldos primários; (iii) e se há mais “incerteza” sobre o diferencial entre crescimento e juros nas economias subdesenvolvidas. Os autores respondem “não” para a primeira questão e “sim” para as outras duas, defendendo que o novo consenso não teria a mesma aplicabilidade para países em desenvolvimento.

Dessa forma, a aplicabilidade do “novo consenso fiscal”, quando sustentada, mantém-se restrita aos países ricos, sem que haja maiores desdobramentos para uma agenda em prol da retomada e do desenvolvimento econômico sustentável em nível global.

7. Considerações finais ●●●

Que a pandemia de covid-19 trouxe mudanças e algo novo à discussão de política fiscal convencional é inegável. O mesmo ocorreu com a crise financeira internacional de 2008-9. Porém, numa avaliação preliminar, é difícil imaginar que essas mudanças serão radicais a ponto de a política fiscal tornar-se alinhada a



uma abordagem compatível com o princípio da demanda efetiva ou as finanças funcionais, especialmente no longo prazo, mesmo que autores como Furman e Summers (2020) ou Blanchard, Leandro e Zettelmeyer (2021) remetam a trabalhos dessa tradição.

Os avanços teóricos do *mainstream* se limitam à aceitação de expansões fiscais em contextos de taxas de juros baixas e recessões severas – especialmente quando causadas por fatores “exógenos”, como foi o caso da pandemia. A expansão fiscal privilegiaria despesas em investimentos públicos não geradores de despesas de custeio e em áreas cuja “taxa de retorno” dos gastos superasse seus custos. Aceita-se que, nos países centrais, há espaço para adoção de maior flexibilidade no arcabouço de regras fiscais ou nas próprias regras.

Entretanto, ainda está em aberto a discussão se há um “novo consenso fiscal” e se ele seria aplicável a países não-ricos, a despeito de condições favoráveis para a dinâmica da dívida pública também nessas jurisdições. No mundo das prescrições de política, o fiscalismo característico da abordagem do *mainstream* prevalece: economias emergentes se mantêm entre a cruz e a espada, ou melhor, entre a crise e a austeridade. Nesse sentido, “continuam arraigadas as velhas convicções” da política fiscal convencional. E são essas velhas convicções que se perpetuam no debate público brasileiro, como bem pontua Lara Resende (2020).

Referências bibliográficas

- ALESINA, A.; ARDAGNA, S. Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending. **Tax Policy and the Economy**, v. 24, n. 1, 2010.
- ALESINA, A.; FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. What do we know about the effects of austerity? **AEA Papers and Proceedings**, 108, p. 524-30, 2018.
- ALESINA, A.; FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. **Austerity**: When It Works and When It Doesn't. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2019.
- ASPROMOURGOS, T.; REES, D.; WHITE, G. Public debt sustainability and alternative theories of interest. **Cambridge Journal of Economics**, v. 34(3), p. 433–447, 2010.
- AUERBACH, A. J.; GALE, W.; KRUPKIN, A. Revisiting the Federal Budget Outlook. **Tax Notes Federal**, p. 813-29, 5 ago. 2019.
- AUERBACH, A. J.; GORODNICHENKO, Y. Measuring the Output Responses to Fiscal Policy. **American Economic Journal: Economic Policy**, v. 4(2): p. 1-27, 2012. DOI: <http://dx.doi.org/10.1257/pol.4.2.1>.
- BACHA, E. The Furman-Summers Fiscal Sustainability Metric: A Note on the Case of Brazil. Texto para Discussão IEPE/CdG, n. 65, dez. 2020.
- BARBOZA, R.; BORGES, B. Vamos falar de histerese? Blog do IBRE/FGV, 25 fev. 2021. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/vamos-falar-de-histerese> (acesso em 12 ago. 2021).
- BERNANKE, B. The Economic Outlook. Depoimento perante a Comissão do Orçamento da Câmara dos Deputados dos EUA, jan. 2008. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20080117a.htm> (acesso em 01 set. 2021).
- BLANCHARD, O.; CHOURAQUI, J. C.; HAGEMANN, R. P.; SARTOR, N. The Sustainability of Fiscal Policy: new answers to an old question. **OECD Economic Studies**, n. 15, 1990.
- BLANCHARD, O.; LEANDRO, A.; ZETTELMAYER, J. Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards. Peterson Institute for International Economics Working Paper n. 21-1, fev. 2021.

- BUSATO, M. I.; ALMEIDA, J. L. Intolerância à dívida e austeridade expansionista: Uma revisão crítica à luz do debate recente. *Textos para Discussão IE/UFRJ*, n. 014, abr. 2021.
- COCHRANE, J. H. *r < g*. Mimeo, 2021. Disponível em: <https://www.johnhcochrane.com/s/rvsg.pdf> (acesso em 13 ago. 2021).
- DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P.; SPILIMBERGO, A.; ZETTELMEYER, J. Economic Policies for the COVID-19 War. *IMF Blog*, 1 abr. 2020.
- DELONG, B.; SUMMERS, L. Fiscal Policy in a Depressed Economy. *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 233-297, Spring 2012. Disponível em: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2012/03/2012a_DeLong.pdf (acesso em 12 ago. 2021).
- DEQUECH, D. Uncertainty: A Typology and Refinements of Existing Concepts. *Journal of Economic Issues*, v. 45(3), p. 621-40, 2011.
- DOMAR, E. D. The “burden of the debt” and the national income. *The American Economic Review*, v. 34(4), p. 798-827, 1944.
- ELENEV, V.; LANDVOIGT, T.; SHULTZ, P. J.; VAN NIEUWERBURGH, S. Can monetary policy create fiscal capacity? NBER Working Paper Series, n. 29129, ago. 2021.
- EYRAUD, L.; DEBRUN, X.; HODGE, A.; LLEDÓ, V.; PATTILLO, C. Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability. *IMF Staff Discussion Notes*, n. 18/04, abr. 2018.
- FATÁS, A.; SUMMERS, L. The Permanent Effects of Fiscal Consolidations. *Journal of International Economics*, v. 112, p. 238-50, mai. 2018. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.11.007>.
- FIEBIGER, B.; LAVOIE, M. The IMF and the New Fiscalism: was there a U-turn? *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, v. 14(3), p. 314-32, 2017. DOI: <https://doi.org/10.4337/ejeep.2017.03.04>.
- FURCERI, D.; LOUNGANI, P.; OSTRY, J. D.; PIZZUTO, P. The rise in inequality after pandemics: can fiscal support play a mitigating role? *Industrial and Corporate Change*, v. 30(2), p. 445–457, 2021.

- FURMAN, J.; SUMMERS, L. A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates. Mimeo, 30 nov. 2020. Disponível em: <https://www.piie.com/system/files/documents/furman-summers2020-12-01paper.pdf> (acesso em 12 ago. 2021).
- GASPAR, V.; LAM, W. R.; RAISSI, M. Políticas fiscais para conter os danos causados pela COVID-19. **IMF Blog**, 15 abr. 2020a.
- GASPAR, V.; LAM, W. R.; RAISSI, M. Políticas fiscais para a retomada após a COVID-19. **IMF Blog**, 6 mai. 2020b.
- GASPAR, V.; MAURO, P. Fiscal Policies to Protect People During the Coronavirus Outbreak. **IMF Blog**, 5 mar. 2020.
- GILES, C. Rethink public finance rules and live with much higher debt, IMF says. **Financial Times**, 28 jan. 2021.
- GOLDFAJN, I.; MARTÍNEZ, L.; VALDÉS, R. O. Washington Consensus in Latin America: From Raw Model to Straw Man. **Journal of Economic Perspectives**, v. 35(3), p. 109–132, 2021.
- HAAVELMO, T. Multiplier effects of a balanced budget. **Econometrica**, v. 13(4), 311-318, 1945.
- HENDREN, N.; SPRUNG-KEYSER, B. A Unified Welfare Analysis of Government Policies. **Quarterly Journal of Economics**, v. 135 (3), p. 1209-1318, 2020.
- HERNDON, T.; ASH, M.; POLLIN, R. Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. **Cambridge Journal of Economics**, v. 38, p. 257-79, 2014.
- IMF. Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances. Fiscal Affairs Department, Washington, DC: IMF, 2009.
- IMF. **The Functions and Impacts of Fiscal Councils**. Washington, DC: International Monetary Fund, 2013.
- IMF. **Fiscal Monitor: A Fair Shot**. Washington, DC: International Monetary Fund, abr. 2021.

- KOTLIKOFF, L. J. Assessing Fiscal Sustainability. *Mercatus Research*, 12 dez. 2013. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3191355>.
- KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, v. 85(3), p. 473-492, 1977.
- LARA RESENDE, A. Por que Summers e Bernanke agora defendem política fiscal expansionista. *EU&Fim de Semana, Valor Econômico*, 11 dez. 2020.
- LOPREATO, F. L. C. O papel da política fiscal: um exame da visão convencional. Texto para discussão, Instituto de Economia, Unicamp, n. 119, fev. 2006.
- LOPREATO, F. L. C. Crise econômica e política fiscal: os desdobramentos recentes da visão convencional. Texto para discussão, Instituto de Economia, Unicamp, n. 236, jun. 2014.
- LUCAS, R. Macroeconomic Priorities. *The American Economic Review*, v. 93(1), p. 1-14, 2003.
- MAURO, P.; ZHOU, J. $r - g < 0$. Can We Sleep More Soundly? *IMF Economic Review*, v. 69, p. 197-229, 2021.
- MOSZORO, M. Putting Public Investment to Work. *IMF Blog*, 11 ago. 2021.
- ORSZAG, P. R.; RUBIN, R. E.; STIGLITZ, J. E. Fiscal Resiliency in a Deeply Uncertain World: The Role of Semiautonomous Discretion. Peterson Institute for International Economics Policy Brief n. 21-2, jan. 2021.
- RACHEL, Ł.; SUMMERS, L. On Secular Stagnation in the Industrialized World. *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 1-54, Spring 2019.
- RAMEY, V. A. Ten Years After the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research? *Journal of Economic Perspectives*, v. 33(2), p. 89-114, 2019.
- RAMEY, V. A. The macroeconomic consequences of infrastructure investment. In: GLAESER, E.; POTERBA, J. (Eds.). *Economic Analysis and Infrastructure Investment*. National Bureau of Economic Research Conference Report, *no prelo*, 2021.

- REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. Growth in a Time of Debt. **American Economic Review**, 100(2), p. 573-78, 2010.
- REIS, R. The constraint on public debt when $r < g$ but $g < m$. BIS Working Papers n. 939, mai. 2021.
- ROGOFF, K. Fiscal sustainability in the aftermath of the great pause. **Journal of Policy Modeling**, v. 43(4), p. 783-93, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2021.02.007>.
- ROMER, D. **Advanced Macroeconomics**. New York: Mc-Graw Hill Education, 5^a ed., 2018.
- SANDBU, M. Há um novo consenso de Washington, e ele é bem menos fiscalista. Mundo, **Valor Econômico**, 12 abr. 2021.
- SAUNGWEME, T.; ODHIAMBO, N. M. The Impact of Public Debt on Economic Growth: A Review of Contemporary Literature. **The Review of Black Political Economy**, v. 45(4), p. 339-57, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1177/0034644619833655>.
- SECCARECCIA, M. Understanding fiscal policy and the New Fiscalism. **International Journal of Political Economy**, v. 41(2), p. 61–81, 2012.
- TAYLOR, J. B. Teaching modern macroeconomics at the principles level. **The American Economic Review**, v. 90(2), p. 90-94, 2000a.
- TAYLOR, J. B. Reassessing Discretionary Fiscal Policy. **Journal of Economic Perspectives**, v. 14(3), p. 21-36, 2000b.
- WORLD BANK. **The Fiscal Impact and Policy Responses to COVID-19**. Washington, DC: The World Bank Group, 2021a.
- WORLD BANK. **Investing in Human Capital for a Resilient Recovery: The Role of Public Finance**. Washington, DC: The World Bank Group, 2021b.

ⁱ Tradução livre do trecho: “In the COVID-19 emergency, governments used the budget promptly and decisively. In the last twelve months, countries have announced \$16 trillion in fiscal actions. Fiscal actions have enabled health systems and have provided emergency

lifelines to households and firms. By doing so, fiscal policy has also mitigated the contraction in economic activity.” (IMF, 2021, p. ix).

ⁱⁱ Também conhecido como “New Keynesian Economics”, “New Neoclassical Synthesis” ou “New Consensus Approach” (TAYLOR, 2000a, p. 90).

ⁱⁱⁱ Segundo Lopreato (2006, p. 11), ocorre uma situação de dominância fiscal quando: “a autoridade fiscal, ao definir o orçamento, determina o valor do financiamento, via dívida pública e/ou senhoriação, necessário à manutenção dos gastos [...] Neste caso, o poder da autoridade monetária é limitado e a senhoriação terá, cedo ou tarde, de ser usada na cobertura da diferença entre o valor fixado para a receita fiscal e a demanda do mercado por títulos. Pois, vigorando a dominância fiscal, se o governo usar títulos da dívida pública com taxa de juros reais (r) maior do que a taxa de crescimento da economia (g) no financiamento do déficit, o resultado será o aumento da relação dívida/PIB, fazendo com que, em algum momento, ocorra a ampliação da base monetária e a elevação da inflação”.

^{iv} Além da situação de dominância fiscal, houve desenvolvimentos posterior sob a ideia de uma Teoria Fiscal do Nível de Preços. Nesse caso, “o impacto sobre o nível de preços, devido à deterioração das condições do setor público, não é resultado da decisão de monetizar o déficit público [...] O mecanismo econômico básico é o efeito riqueza provocado pela situação fiscal esperada sobre as decisões de gastos do setor privado” (LOPREATO, 2006, p. 12).

^v A crítica de Lucas afirma que os parâmetros dos modelos macro não são estruturais na medida em que os agentes reagem tanto ao anúncio de política quanto às tentativas sistemáticas de adoção de políticas inconsistentes intertemporalmente.

^{vi} O termo 'vigilantes de títulos' foi cunhado por Ed Yardeni na década de 1980 para descrever investidores em títulos públicos que reagem diante de elevação da dívida pública, exigindo maiores prêmios de risco.

^{vii} Barboza e Borges (2021) definem histerese da seguinte forma: “A palavra ‘histerese’ deriva do grego e significa ‘retardo’. Na Física, ela é utilizada para descrever a tendência de um sistema de conservar as suas propriedades na ausência de novo estímulo. Na Economia, ela pode ser resumida da seguinte maneira: a posição cíclica da economia pode afetar sua tendência de crescimento (tanto o nível, como a taxa de variação). Ou seja, se a economia sofre um choque que a desvie de seu pleno-emprego (‘choque de demanda’), seus efeitos podem ser muito persistentes, e até mesmo permanentes em alguns casos.”

^{viii} Esse estudo foi replicado por Herndon, Ash e Pollin (2013), que encontraram resultados bem distintos. No grupo de países com dívida/PIB acima de 90%, Reinhart e Rogoff teriam exagerado uma diferença de 2,3% para menos nas taxas de crescimento; ou seja, o crescimento médio para países desse grupo teria sido de 2,2% e não de -0,1% no período analisado. Ver Busato e Almeida (2021) para mais informações.

^{ix} Nesse caso também sabemos que os próprios autores reconheceram posteriormente que o ajustes fiscais são contracionistas (ALESINA; FAVERO; GIAVAZZI, 2019). Na prática, a ideia dos ajustes fiscais autodestrutivos de DeLong e Summers (2012) fez com que a tese da contração fiscal expansionista fosse revista, agora incorporando análises das narrativas históricas de programas plurianuais de austeridade e abarcando outros elementos e políticas para sustentar de forma *ad hoc* sua validade.

^x “Fiscal policy advice for Joe Biden and Congress”. organizado por The Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings Institution e The Peterson Institute for International Economics. Disponível em: https://youtu.be/P_8bBx7WptE.

^{xi} A análise de Hendren e Sprung-Keyser (2020) sugere que investimentos diretos na saúde e educação de crianças de baixa renda historicamente apresentaram o maior valor marginal para os recursos públicos. Os autores argumentam que muitas dessas políticas se autofinanciaram, uma vez que os governos recuperaram os custos de suas despesas iniciais por meio de impostos adicionais coletados ou por transferências mais modestas no futuro.

^{xii} Romer (2018, p. 666) propõe também que é impossível a manutenção da condição $r < g$ no longo prazo. Dentro dos modelos de equilíbrio dinâmico geral estocástico, essa condição estaria associada a uma situação “dinamicamente ineficiente”, que, para o autor, deveria ser tratada apenas como uma “curiosidade teórica”.

^{xiii} Taxas de juros mais baixas aumentam o valor presente do PIB e reduzem a relação Dívida/Valor presente do PIB.

^{xiv} Incerteza aqui é um termo utilizado de forma solta, sem uma definição formal. O ponto central nesse caso diz respeito à dificuldade de previsão do futuro, cabendo diferentes possibilidades teóricas para o termo, mesmo a de incerteza fundamental. Ver Dequech (2011) para uma discussão mais aprofundada sobre o tema.

^{xv} Tradução livre do inglês: *semiautonomous discretionary fiscal architecture*.

^{xvi} Os autores utilizam o termo *fiscal standards*, cuja tradução literal seria *padrões ou normas fiscais*, como normas e regras têm significado similar em português, optou-se pelo uso do termo “princípios”, em linha com a nomenclatura neozelandesa.

^{xvii} Para assegurar a fiscalização dos Estados-membro quanto à observância dos princípios, os autores sugerem uma divisão de tarefas entre conselhos fiscais e instituições fiscais independentes em nível nacional e a Comissão Europeia e/ou um Conselho Fiscal Europeu, com as ações de enforcement estabelecidas no âmbito do Conselho ou do Tribunal de Justiça da União Europeia.

^{xviii} Ver Goldfajn, Martínez e Valdés (2021) para uma interpretação do *mainstream* sobre o Consenso de Washington e sua adoção na América Latina.