

Da política monetária não convencional à política fiscal não convencional

Isabel Correia

Banco de Portugal, Católica Lisbon
SBE e CEPR

Outubro 2018

"... the ideas of economists and political philosophers, both when they are right and when they are wrong, are more powerful than is commonly understood. Indeed the world is ruled by little else. Practical men, who believe themselves to be exempt from any intellectual influences, are usually the slaves of some defunct economist."

Keynes, in *The General Theory*

Introdução

O papel das políticas económicas veio para o centro do debate público durante e no rescaldo da recente crise. Se durante a última década as rápidas alterações que caracterizaram a realidade obrigaram a um redesenho das políticas, no fim do século passado a interligação entre política e teoria económica foi mais forte do que em qualquer outro período. Como é normal, na prática a causalidade dá-se nos dois sentidos, tendo contudo esta sido mais próxima durante o final do século passado e determinada em grande medida pelo investimento feito em investigação pelos diferentes bancos centrais. As questões que se tornaram interessantes para os investigadores foram levantadas por interrogações concretas de política, e os decisores de política fizeram uso da teoria económica para formar instituições, desenhar regras de política, ou simplesmente para melhor comunicar as decisões ao público. Em contraste com a citação de Keynes acima referida, os desfazamentos entre os novos resultados da teoria económica e a sua inclusão

Agradecimentos: As opiniões expressas neste artigo são da exclusiva responsabilidade do autor e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Este artigo tem por base uma apresentação feita numa conferência no Riksbank "Rethinking the Central Bank's Mandate", e está disponível na versão inglesa no Sveriges Riksbank Economic Review", 2016-3 Special Issue.

E-mail: mihcarvalho@bportugal.pt

na política do dia-a-dia diminuíram à medida que os economistas passaram a trabalhar mais de perto com os decisores de política.

De forma a melhor entendermos esta alteração irei focar inicialmente esta nota na política monetária. Depois de grandes alterações durante os anos 70 e 80, a política monetária recuperou o seu glamour durante a década de 90, em grande medida devido aos resultados positivos que lhe foram atribuídos, decorrentes de novas formas de desenhar instituições e de usar os instrumentos de política monetária. Podemos sumariar aqueles resultados durante o fim dos anos 80 e a década de 90 como: uma forte diminuição da taxa de inflação média; uma taxa de crescimento média positiva para o produto; uma redução na volatilidade dos agregados reais na frequência do ciclo económico (a Grande Moderação). É importante frisar que estes resultados não se limitaram a caracterizar os acontecimentos numa pequena área do mundo mas caracterizaram a grande maioria dos países desenvolvidos ou emergentes. Ao tentar relacionar estes resultados a uma tendência comum, podemos identificá-la como a grande alteração que levou à independência dos bancos centrais do poder político e ao forte movimento para a alteração da condução de política monetária, que passou de discricionária a ditada pela utilização de regras de política relativamente estáveis.

Em 2002, 22 países tinham adotado enquadramentos monetários que sublinhavam o objetivo de inflação como o objetivo (ou pelo menos o objetivo mais relevante) do mandato dos bancos centrais.

Estas alterações podem ser vistas como resultado do sucesso da política de estabilização em tempos normais e do sentimento generalizado de que a política monetária era o grande herói no referido sucesso. A ideia centra-se na imagem do banco central como uma instituição independente com um mandato muito concreto (baixa inflação média), um instrumento muito preciso (a taxa de juro de política) e regras de utilização deste instrumento e de comunicação clara das razões que governam as decisões tomadas sobre aquele instrumento. A credibilidade aparece como um subproduto deste arranjo institucional. É assim provavelmente justo dizer que a estabilidade na era pré- crise, assim como o crescimento económico, foram em larga medida explicadas por este novo desenho monetário.

Ao mesmo tempo, na frente da investigação académica passou-se da ideia de que a política monetária deveria abster-se de fazer danos na economia, ou seja, os choques monetários deveriam ser evitados visto introduzirem volatilidade e incerteza na economia, para a noção de que uma política monetária bem conduzida poderia ter um papel estabilizador. Este passo revelador resultou da capacidade de aplicar à análise da política monetária a abordagem tradicionalmente utilizada para a definição de política de tributação ótima. Desta forma, os investigadores conseguiram defender a robustez do resultado da optimalidade de uma baixa taxa de inflação média e, ao mesmo tempo, explicar os ganhos de se usar a política monetária como

um mecanismo de estabilização, nomeadamente ao explicar como e porque é que os hiatos (*gaps*) normalmente identificados devem ser alisados ao longo do tempo e entre estados da natureza.

Em contraste, os desenvolvimentos em política fiscal de estabilização ficaram muito aquém dos descritos para a política monetária, não só relativamente ao desenho institucional efetivo como também na discussão e avanços académicos. Devemos no entanto lembrar que já em 1948 Friedman escrevia de forma contundente contra o uso de políticas discricionárias para estabilizar o ciclo económico, tanto na política monetária como na política fiscal. Friedman defendia em alternativa o poder de estabilizadores fiscais automáticos como instrumentos preferíveis de política contracíclica. Podemos hoje reconhecer que Friedman estava muito à frente no tempo dos primeiros trabalhos teóricos sobre estas questões. Ao reconhecer que *“changes in fiscal incentives may be more useful than traditional discretionary fiscal policies that increase budget deficits and work through income effects alone”*, Friedman lançava os fundamentos do que muito mais tarde seria chamado de políticas fiscais não convencionais, o tópico principal desta nota.

Da política monetária convencional à política monetária não convencional

Solow (2005) argumentou fortemente que tanto a implementação da política como a investigação deviam focar-se mais nos estabilizadores automáticos como uma via que permitiria um efeito desejável da política fiscal sobre o ciclo económico. Contudo, esta chamada de atenção surtiu poucos efeitos sobre a escolha das questões relevantes para os investigadores e a forma como estes argumentos foram transpostos para a arena política.

Em resultado, ao chegarmos à crise financeira recente, o consenso era muito alargado sobre o papel positivo da política monetária para a estabilização das economias. Por outro lado os estabilizadores automáticos imbuídos em grande parte dos sistemas fiscais ou orçamentais eram vistos de forma a não amplificar o ciclo. Adicionalmente, a política fiscal deveria garantir regras de forma a garantir a sustentabilidade da dívida pública.

No período pré-crise, podemos dizer que havia uma clara divisão entre a política monetária e a política fiscal, concretizada numa divisão de instituições, de instrumentos e de objetivos. Na comunidade académica mantinham-se algumas áreas de intersecção entre estas duas formas de política económica, nomeadamente na literatura da teoria fiscal do nível de preços (*fiscal theory of the price level*), que discute a multiplicidade de equilíbrios associados com a condução de política monetária, e no papel dos bancos centrais como prestamistas de última instância (*lender of last resort*).

Com o início da crise financeira, da grande recessão e das crises de dívida soberana, foi quebrado o consenso acima descrito. Os estímulos fiscais voltaram como prescrições para a estabilização das economias.

O desenvolvimento de planos governamentais para aumentar a procura agregada estiveram na primeira linha de reação à crise, tanto nos E.U.A. como na União Europeia. Em consequência destas medidas e da recessão alargada à maior parte das economias, observámos um aumento muito significativo do valor da dívida pública num conjunto alargado de economias. Este aumento resultou em parte do estímulo acima mencionado e da diminuição de receitas de impostos devido à diminuição da atividade económica, e também devido aos estabilizadores automáticos, que reduziram a receita e aumentaram a despesa dos governos. Durante e após este período de muito fraco desempenho económico e das pressões políticas associadas, assistiu-se a um enfoque em políticas de consolidação orçamental através de políticas discricionárias, mas tanto quanto é do meu conhecimento houve pouco trabalho analítico sobre política de estabilização fiscal. Sobre a questão de como desenhar melhores estabilizadores automáticos, McKay e Reis (2013) é um dos poucos trabalhos recentes. Este artigo mostra que a maior parte dos benefícios quantificáveis sobre o bem-estar devidos à existência de estabilizadores automáticos derivam da provisão de seguro através da diminuição da poupança por precaução que aconteceria no cenário alternativo em que se desmantelassem os referidos estabilizadores. Aqueles autores mostram que elevadas transferências para os desempregados e para as famílias com níveis muito baixos de rendimento podem ser muito eficazes em diminuir a volatilidade da economia. Contudo, os efeitos no bem-estar e nos consumo e produto agregados dependem em grande medida da forma particular como forem desenhados aqueles estabilizadores automáticos, ou seja, da forma como se consigam evitar os incentivos perversos que podem existir quando se reduz a oferta de trabalho e a propensão para poupar e investir.

Ao mesmo tempo, a política monetária tornou-se excecionalmente expansionista quando comparada com a evidência histórica: a taxa de juro da política monetária diminuiu até ao limite mínimo de zero (*zero lower bound*), ou abaixo de zero até ao chamado “limite eficaz mínimo”. À medida que se extinguiu a margem de manobra com este instrumento de política monetária, os bancos centrais iniciaram as compras em larga escala de ativos privados e públicos, com maturidades muito superiores às transacionadas em tempos normais. Em resultado, os balanços dos bancos centrais cresceram para níveis sem precedentes. Ao mesmo tempo que estas políticas pretendiam ser usadas como estímulo para as economias, elas serviram especificamente para prover liquidez ao sistema financeiro e para reparar mercados financeiros específicos. Esta política monetária não convencional é hoje avaliada como tendo tido um efeito significativo quer na baixa de taxas de juro mais longas quer na diminuição do prémio de risco.

Parte desta nova política monetária não convencional é transmitida para a economia através do alívio das condições de concessão de crédito pelas instituições financeiras, o chamado canal do crédito, através do qual o

crédito e a rentabilidade relativa dos ativos são alterados. Através deste canal, a política monetária pode ter efeitos no agregado da economia, ao mesmo tempo que a situação relativa entre diferentes agentes económicos pode ser alterada; ou seja, existem efeitos redistributivos da política. Além dos efeitos mais convencionais de combater a recessão e por exemplo diminuir de forma significativa a taxa de desemprego da economia, como esta política quantitativa (ou de crédito) tende a beneficiar os detentores de ativos financeiros por aumento dos preços das obrigações e do imobiliário, torna-se mais fluida a linha que separa política monetária e política fiscal, tomando como critério o efeito ser semelhante entre agentes ou ser claramente diferenciador e redistributivo. Em tempos mais recentes, a política monetária de curto prazo tornou-se mais parecida à política fiscal.

A abstração utilizada normalmente em trabalhos de investigação de que existe uma única restrição orçamental para o governo e para o banco central tornou-se menos consensual e a necessitar de ser defendida explicitamente nestes dias. A modelação de um balanço do banco central e de uma restrição orçamental que isole o governo obriga explicitar as restrições que suportam um banco central independente, assim como as vulnerabilidades criadas por haver um setor privado que detém um número crescente de ativos e que são responsabilidades do banco central (reservas). É sustentável para o setor privado deter este valor crescente de ativos, não sendo este associado a impostos esperados no futuro? Se os riscos associados se materializarem, deve o Tesouro estar disponível para receber baixos dividendos ou mesmo para recapitalizar o banco central? Sobre a questão da relevância da dimensão do balanço do banco central, o recente trabalho de Del Negro e Sims (2015) dá-nos bons argumentos para discutir as consequências da possível falta de apoio fiscal do governo ao banco central. Por exemplo, o compromisso do governo de nunca recapitalizar o banco central pode impor restrições à capacidade do banco central cumprir o mandato de controlar a taxa de inflação. Não vou elaborar este ponto sobre a relação entre o balanço dos bancos centrais e a tomada de risco; direciono antes o leitor interessado para Benigno (2017).

Na prática utilizada durante a recente crise entrou-se num mundo onde a nova política monetária não convencional tem uma interação crescente com a política fiscal tradicional, e onde os decisores de política tentaram a todo o custo descobrir novos instrumentos eficazes que pudessem complementar a política monetária ou que pudessem ser utilizados por governos com pouca margem de manobra fiscal.

Da investigação em políticas fiscais ótimas ao estudo da política monetária ótima

Quais os desenvolvimentos a decorrer na investigação em economia que podem ajudar a responder àquelas perguntas? Embora tenhamos disponível

uma linha robusta de modelos de equilíbrio geral que têm sido largamente explorados para obter desenvolvimentos no desenho de políticas fiscais ótimas de longo prazo, a sua extensão para a análise normativa na frequência do ciclo económico e a sua interação com a política monetária é relativamente recente. Começo por descrever os avanços realizados na descrição da política monetária ótima e de seguida explicar como foi feita a extensão destes resultados para aquilo que chamamos política fiscal não convencional, assim como a potencial relevância destas últimas para o período recente de crise económica.

A extensão dos modelos de equilíbrio geral da primeira geração a ambientes estocásticos e monetários tornou possível explicar os ganhos de usar política monetária de estabilização: os agentes podem estar restritos na sua capacidade de fixar preços ou salários ou na escolha da composição ótima de carteira. A força, ou eficácia, da transmissão da política monetária é determinada por quão restritas são estas decisões. Mesmo que a política monetária tenha efeitos na economia, e que estes pareçam os desejáveis, não é possível usar esta política de forma sistemática de forma a tirar partido daquelas restrições. O avanço proporcionado pelos novos resultados teóricos, em particular de que a política pode ser usada em reação a choques, levou a um novo ímpeto na perceção da forma de desenhar política de estabilização. Desta forma tanto os efeitos perversos da rigidez nominal, como de outras formas de rigidez, podem ser minimizados. Esta nova área da literatura económica foi capaz de abordar questões da maior relevância, tais como: de que forma deve a política monetária ser conduzida na economia em resposta a choques? Quão relevante para esta condução ótima da política monetária é o mecanismo de transmissão em causa? Qual o custo para um conjunto de países que não partilham mecanismos de transmissão monetários idênticos e que estão expostos a choques assimétricos, de uma política monetária única? Em suma, como deve ser conduzida a política monetária no curto prazo?

Ireland (1996) é o primeiro trabalho a estender o conceito de Ramsey de minimizar distorções num modelo de equilíbrio geral a um ambiente monetário com rigidez nominal na fixação dos preços. A ideia é definir o conjunto de afetações que é possível descentralizar com os instrumentos de política disponíveis, e seguidamente determinar o que caracteriza o equilíbrio associado a um nível superior de bem-estar. Por outras palavras, pretende-se compreender como deve a política reagir a choques fundamentais e como se alteram os preços e afetações quando sujeitos a esses choques e à política ótima. Esta nova abordagem permite explicar que os targets da política, normalmente referidos como hiatos, devem ser lidos como triângulos que medem a distorção imposta pelo choque e pela medida de reação a esse choque, e que a política ótima vai alisar ao longo do tempo e entre diferentes estados da natureza (ver Adão et al., 2003).

Esta mudança de metodologia pode ser relacionada com o que já no fim dos anos 80 podíamos ler em Long e Summers (1988): "*demand management*

policies can and do affect not just the variance, but also the mean of output" e "... *successful macroeconomic policies fill in troughs without shaving off peaks*". Ou seja o papel da política não é fechar hiatos mas minimizar distorções, levando a que o critério para determinar qual a melhor forma de conduzir política de estabilização deve ser idêntico ao da escolha de qualquer outra política: um critério de bem-estar. Quando esta abordagem desenvolvida inicialmente para a política de tributação ótima passa a ser aplicada à política monetária, tem a vantagem de clarificar a comparabilidade entre políticas, mostrando que os canais da política de estabilização quer monetária quer fiscal têm muito de semelhante.

Mesmo tendo em conta o claro enfoque desta nova abordagem na política monetária convencional que caracterizou os primeiros artigos de determinação de política monetária ótima, se a política fiscal for reduzida à sua versão mais simples (ou seja gastos públicos exógenos financiados com impostos *lump sum*) a comparabilidade acima descrita é evidente. A substituição de hiatos por triângulos mostrou que, ao mesmo tempo que a transmissão de um choque de política monetária é muito dependente do tipo e grau das fricções existentes na economia, o mesmo não é verdade para a reação ótima da política monetária aos choques fundamentais que ocorrem no curto prazo: o desenho de regras ótimas de reação a estes choques mostrou ser muito robusto nomeadamente ao grau de uma determinada fricção.

Um resultado do estágio inicial desta literatura que permite facilmente entender esta nova forma de pensar em políticas de estabilização é que uma grande rigidez na fixação dos preços dá ao decisor de política monetária uma vantagem adicional relativa àquela que teria caso os preços fossem perfeitamente flexíveis. Neste caso a política pode evitar a restrição que o limite inferior à taxa de juro de política impõe e assim melhorar o bem-estar quando não estão disponíveis instrumentos fiscais para alisamento das distorções entre estados da natureza e ao longo do tempo. Esta capacidade deriva da possibilidade de, em reação a um choque fundamental específico, permitir que o *markup ex post* seja contingente ao estado da natureza, o que não poderia acontecer numa economia caracterizada por preços flexíveis que impõe, para o tipo de substituíbilidade entre bens de consumo ou intermédios normalmente estudada, um *markup* constante. Assim, podemos divisar exemplos teóricos nos quais a existência de uma rigidez nominal pode melhorar o resultado face a uma economia em que aquelas fricções não estejam presentes. Este é claramente um resultado semelhante àquele bem conhecido na literatura de *second best* para a escolha de política fiscal ótima: na existência de diversas distorções ou fricções a eliminação de uma delas não melhora necessariamente o bem-estar da economia.

A composição ótima de políticas

Na literatura económica, o passo seguinte foi estudar a interação entre política monetária e fiscal. A política ótima resulta assim de uma decisão conjunta na escolha dos instrumentos de política, quer monetária quer fiscal, e da forma como estes instrumentos devem ser utilizados. Esta escolha tem algumas restrições quanto aos instrumentos fiscais: estes são restritos a impostos com taxas marginais constantes (impostos proporcionais) mas que podem depender do estado da natureza. Na maioria destes trabalhos os gastos do governo são exógenos e conseqüentemente não são instrumentos de política. Esta opção deriva em grande parte da dificuldade de avaliar os efeitos diretos no bem-estar de uma medida agregada dos gastos públicos.

Estes trabalhos permitem-nos argumentar que, independentemente do tipo e grau de rigidez de preços, seria possível atingir o mesmo resultado para os agregados da economia (ver Adão et al., 2004, e Correia et al., 2008), e que cada resultado agregado pode ser implementado com instrumentos de política que reagem aos choques mas que não dependem do tipo e grau de rigidez de preços que caracterizam a economia. A intuição por detrás deste resultado extremo resulta de que a forma como os choques de política se transmitem nas economias dependem do tipo e grau de rigidez de preços que a caracterizam, mas o mesmo é verdade para a forma como se propagam na economia os choques fundamentais, como por exemplo choques tecnológicos, de preferências, de procura (de gastos públicos). Este resultado teórico de que o efeito conjunto do choque e da reação ótima de política ao choque é invariante ao tipo e grau da fricção, tem conseqüências relevantes. A influência da rigidez de preços pode ser desfeita se a política conjunta monetária e fiscal seguida não se desviar significativamente da composição ótima. Podemos sumariar estes resultados dizendo que o mecanismo de transmissão de uma determinada política é muito relevante quando essa política é discricionária ou quando, não o sendo, está a ser conduzida muito longe da forma eficiente de o fazer. Contudo, quando a condução de política é próxima do ótimo podemos demonstrar que economias caracterizadas por pouca rigidez de preços são equivalentes, em termos daquilo que observamos nas variáveis agregadas e nas variáveis de política, a economias caracterizadas por graus elevados de rigidez de preços.

Para a verificação teórica daquela equivalência é necessária a existência de um conjunto alargado de instrumentos de política. No entanto o número de instrumentos é muito inferior ao que existe de facto na maior parte das economias desenvolvidas. Em particular, demonstra-se que num modelo com o nível de agregação dos modelos de ciclos reais (*real business cycles*) a existência de dívida pública contingente ao estado da economia é redundante quando o decisor de política tem à sua disposição impostos proporcionais sobre o consumo e o rendimento do trabalho que possa escolher livremente, nomeadamente de forma contingente ao estado da economia.

A principal lição a retirar desta análise é a de a estabilidade de preços ser uma condição de eficiência económica, independente do tipo de preferências, desde que estas sejam determinadas em função dos bens finais, bens dos quais as famílias extraem utilidade. Este resultado é muito robusto desde que os instrumentos de política, quer monetários quer fiscais, possam ser determinados simultaneamente e sem restrições quanto à variabilidade daqueles entre estados da natureza. Este é um resultado normativo mais forte do que os normalmente obtidos como prescrição de Ramsey. Tem também importância devido a, na prática, termos observado a generalização dos mandatos concedidos a bancos centrais independentes com a responsabilidade de um objetivo de inflação baixa.

Outra lição a retirar daqueles resultados é a de que não é possível a avaliação das causas por detrás da diminuição da volatilidade real durante a Grande Moderação. É impossível distinguir se esta resultou da diminuição da volatilidade dos choques fundamentais a que as economias estiveram expostas ou se foi devida à forma como a política monetária foi conduzida, aproximando-se da optimalidade.

Um resultado relacionado com esta literatura é aquele que nos permite argumentar que quanto mais necessário for um determinado instrumento de política mais eficaz ele será. Assim, por exemplo, a magnitude do multiplicador orçamental, questão que alimentou um grande número de trabalhos teóricos e empíricos durante e após a crise, deve ser avaliado com cautela. Apesar de ser claro que canais de transmissão do choque muito diferentes podem estar associados a um intervalo muito alargado de valores para o multiplicador, a forma como a economia reage ao choque, sem alteração da política, também é determinada pelos mesmos canais e conduz a impactos muito diferentes. Quando juntamos estas duas peças de informação, o efeito dos choques responsáveis pela recessão recente e a reação ótima da política aos choques serão muito menos dependentes dos mecanismos de transmissão.

Podemos agora aplicar as lições desta literatura à relação entre política monetária e política fiscal. Com este fim, irei aqui apresentar alguns exemplos e resultados específicos de entre aqueles que utilizam instrumentos a que chamamos de política fiscal não convencional. Vou mostrar como a política fiscal pode complementar a política monetária em tempos de crise, ou seja, quando a política monetária esgotou a margem de manobra de utilização da política convencional e não existe espaço fiscal para uma política de estímulos orçamentais convencionais. Ou seja, irei discutir questões que foram cruciais na definição da política durante a crise. O primeiro exemplo é a resposta à questão: como podemos evitar os custos do limiar mínimo da taxa de política (ZLB)? O segundo é a resposta a: como podemos comparar uma política (monetária) de alívio de crédito com subsídios ao crédito?

É bem conhecido que a condição de não arbitragem entre moeda e obrigações soberanas impõe um limite inferior à taxa de retorno das obrigações, limite este que se constatou durante a crise ser ligeiramente

negativo, o chamado *zero lower bound*. A dúvida de quão negativo será este limiar não elimina a certeza de que ele existe e de que a política monetária convencional se esgotou quando a taxa de política tocou o valor zero. Ficou também claro que a desejabilidade de diminuir mais a taxa de política caso houvesse possibilidade foi o que levou à implementação das políticas que ficaram conhecidas como políticas monetárias não convencionais. De entre estas podemos destacar todas as que envolveram compras de ativos públicos e privados de maturidade superior à utilizada em tempos normais, assim como a política que traduziria como “condução das expectativas” (*forward guidance*). Também durante este período, como referido, foram usados estímulos fiscais que determinaram um legado de elevados e insustentáveis valores de dívida pública num conjunto alargado de países. Pretendo aqui explicar, através dos dois exemplos referidos (e que ficaram de fora da discussão prática da altura), como estas soluções utilizam os instrumentos de política fiscal não convencional que são o enfoque desta nota.

Qual o tempo para a política fiscal não convencional?

Podemos dizer que as vozes que se fizeram ouvir durante a recente crise (ver e.g. Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro, 2010) a pedir uma melhor integração entre política monetária e política fiscal convencional tiveram como razão de ser o custo da existência de um limiar inferior para a taxa do instrumento de política convencional. Contudo, Correia et al. (2013) propõem que em alternativa se utilize a política fiscal não convencional quando se atinja o limiar inferior do instrumento convencional da política monetária. Se a taxa de juro nominal é igual a zero, taxas de imposto proporcionais (ou seja taxas marginais e médias constantes) podem ser substitutas perfeitas da taxa de juro nominal. O que quer que fosse atingível com uma taxa de juro nominal inferior pode ser conseguido com uma combinação de novas taxas de impostos sobre o consumo, o rendimento do trabalho e o rendimento do capital. Esta alteração deve acontecer durante o período durante o qual seria desejável ter uma taxa de juro mais baixa. A intuição por detrás deste resultado demonstrado teoricamente, o qual pode neutralizar o custo do zero lower bound e prescrever que a política fiscal não convencional complemente a política monetária quando esteja esgotada a flexibilidade na baixa da taxa de política, é relativamente simples. Os preços que são relevantes para as decisões intertemporais das famílias são os preços pagos pelos consumidores, ou seja, os preços brutos de impostos indiretos, nomeadamente de impostos sobre o consumo. Assim, a ideia de determinar uma taxa de juro real mais baixa para as famílias, não através de uma baixa da taxa de juro nominal mas através de uma subida da inflação para o consumidor, pode ser conseguida sem uma subida de preços para o produtor, a qual é extremamente ineficiente em economias com alguma rigidez nominal nos preços, devido

ao efeito nos preços relativos sem contrapartida fundamental. Daí a ideia de conseguir inflação nos preços do consumidor mantendo contantes os preços no produtor. Um aumento temporário entre hoje e o período seguinte da taxa de imposto sobre o consumo ou, o que é equivalente, sobre o imposto sobre o valor acrescentado (IVA), será capaz de gerar uma inflação esperada entre hoje e esse período quando medida pelo índice de preços do consumidor. Para evitar alterações noutros incentivos, além dos que se alterariam se taxa de juro nominal pudesse baixar, esta evolução temporal do imposto sobre o consumo deve (se aumentar no futuro) ser compensada por uma diminuição nesse mesmo período do imposto sobre o rendimento do trabalho e do imposto sobre o rendimento do capital. O uso destas três taxas de imposto no futuro próximo pode replicar a diminuição da taxa de juro nominal hoje, ou seja ser substituta, de uma baixa da taxa de política.

Esta recomendação de política requer flexibilidade nas taxas de imposto referidas. Note-se que este tipo de flexibilidade foi prescrita por vários autores. Além disso, e talvez mais relevante, esta medida foi de facto pelo menos parcialmente experimentada durante a crise. Por exemplo, Feldstein (2002) dizia que *“The Japanese government could announce that it will raise the current 5 percent value added tax by 1 percentage point per quarter and simultaneously reduce the income tax rates to keep revenue unchanged, continuing this for several years until the VAT reaches 20 percent”*. E, na alocução presidencial de 2011 ao Encontro Anual da Associação Económica Americana, Robert Hall (2011) reforçou a ideia de Feldstein e encorajou que se desenvolvessem mais trabalhos de investigação que apoiassem e clarificassem a viabilidade e os efeitos esperados desta medida. Sobre a implementação prática desta medida em reação ao estado de crise da economia, podemos apontar a experiência da economia japonesa: o Japão anunciou em outubro de 2013 um aumento do imposto sobre o consumo em duas fases (abril de 2014 e outubro de 2015). A atividade económica cresceu significativamente em 2014T1, particularmente o consumo, mas contraiu-se no período seguinte. A segunda parte do plano foi adiada então para abril de 2017, não chegando a ser implementada naquela data e tendo sido anunciado mais recentemente que o seria em outubro de 2019.

Assim, penso valer a pena revisitar a ideia de por natureza os instrumentos fiscais serem menos flexíveis do que os instrumentos de política monetária. Mesmo que esta diferença seja real em tempos normais, o que desaconselharia a que a política de estabilização fiscal não convencional fosse utilizada nessa altura, em situações excecionais como a crise recente ou a estagnação japonesa parece claramente que este argumento não pode ser invocado.

O segundo exercício que passamos a apresentar nesta nota exemplifica a utilidade de política fiscal não convencional ao comparar o uso de política monetária não convencional com a política fiscal não convencional, nomeadamente subsídios ao crédito (Correia et al., 2016). Quando consideramos a crise recente – nas suas vertentes financeira e de dívida

soberana – é clara a limitação dos modelos macroeconómicos normalmente utilizados no período pré-crise devido à não existência de um setor financeiro explícito, não havendo por isso uma formalização das fricções financeiras, ou dos seus efeitos amplificadores, que explicam a Grande Recessão. Da mesma forma, estes modelos pré-crise não são um bom laboratório para o estudo quer das políticas implementadas durante a crise quer de possíveis alternativas que não chegaram a ser utilizadas. Nestes modelos, o limiar inferior à política monetária convencional não afeta significativamente a condução da política monetária, que é condicionada sobretudo pela existência de rigidez nominal. Na maior parte deles, a taxa de política ótima envolve uma taxa de juro nominal de zero. Durante a crise observámos avanços importantes na literatura ao serem introduzidos os canais financeiros que se pensa terem sido cruciais durante aquele período. Uma forma de modelizar os diferenciais entre taxas de juro, com uma extensão simples ao modelo normalmente utilizado, é submeter os intermediários financeiros a um problema de monitorização e controlo, no espírito de Gertler e Karadi (2011). As empresas recorrem ao crédito para pagar salários, sendo estes empréstimos intermediados pelos bancos a um custo baixo. A intermediação impõe assim um custo não em termos de recursos, que por simplicidade podem ser zero, mas um custo de eficiência que resulta do problema de incentivos que caracteriza o banqueiro, que pode desviar parte dos ativos do banco. Assim, os bancos devem ter rendas e para isso cobram uma taxa de juro pelos empréstimos superior à taxa de juro que pagam pelos depósitos feitos no banco. Estas rendas, ou lucros, são acumuladas como fundos próprios. As taxas cobradas pelos empréstimos podem ser particularmente altas quando os fundos próprios são baixos, devido por exemplo a uma perda de valor dos ativos devido a um choque exógeno ao banco. É neste sentido que podemos dizer que as taxas de empréstimo são muito altas nesta economia; e se são muito altas ou muito voláteis então existe a capacidade de usar políticas que as possam tornar mais baixas e mais alisadas entre estados da natureza, aumentando o bem-estar com esta intervenção. Apesar de a política monetária convencional não atuar diretamente sobre aquelas taxas de juro, ela pode ser usada para parcialmente conseguir o objetivo acima descrito, e assim corrigir as distorções. Os diferenciais entre taxas de juro ativas e passivas são os necessários para alinhar os incentivos dos bancos. A política monetária convencional, ao conseguir reduzir os custos de financiamento dos bancos, pode reduzir os custos para as empresas de pedir emprestado.

Uma taxa de juro de política muito baixa, possivelmente nula, vai minimizar as taxas de empréstimo e assim minimizar as distorções criadas pelo sistema financeiro, as quais são transmitidas à economia real. No entanto, devido ao limiar inferior da taxa de política (zero lower bound) as taxas de empréstimo podem ainda ser muito altas e muito voláteis. Se a taxa de política pudesse ser negativa e se existissem impostos lump sum na economia, seria possível atingir o first best. Podíamos obter um resultado análogo ao

da regra de Friedman, em que a taxa de juro relevante seria a taxa cobrada pelos empréstimos e não a taxa de política. Quando, devido à existência do limiar inferior da política monetária convencional, esta é complementada com a política fiscal não convencional, neste caso com um subsídio ao crédito, podemos atuar diretamente na taxa que está a transmitir a distorção para o crédito, o emprego e o produto. Os subsídios ao crédito têm o mesmo efeito que a taxa de juro de política, apesar de atuarem por mecanismos bastante diferentes. E, além disso, têm a vantagem de não estarem sujeitos a uma restrição ativa como a do limiar inferior da taxa de política. É assim possível implementar com subsídios ao crédito resultados associados a níveis superiores de bem-estar, os quais não seriam possíveis se nos limitássemos a usar instrumentos de política monetária, pois implicariam valores negativos da taxa de política. Com estes instrumentos fiscais a taxa de política pode ser fixada a um nível arbitrário, possivelmente relativamente baixo. Os bancos cobram o diferencial que lhes permite garantir o problema de controlo descrito, e determinam as taxas de empréstimo às empresas. Estas taxas cobradas podem variar ao longo do tempo e entre estados. Mas as taxas de empréstimo efetivamente suportadas pelas empresas, que serão as anteriores líquidas do subsídio ao crédito, podem ser mais baixas e tão alisadas quanto for desejável para isolar a economia real das flutuações dos diferenciais de taxas cobradas pelos bancos. Prova-se que as implicações orçamentais desta política são exatamente iguais àquelas em que só existe política monetária, desde que se considere a restrição orçamental consolidada entre o governo e o banco central.

O ambiente descrito permite ainda a comparação entre esta política fiscal de subsídio de crédito contingente e a política que foi seguida durante a crise e que ficou conhecida como *credit easing*. Podemos supor que exista uma tecnologia alternativa, utilizável pelo banco central e sem ter associado o problema de controlo descrito atrás, tal que a concessão de crédito pelo banco central tenha um custo de recursos comensurado com a sua desvantagem relativamente aos bancos comerciais para assegurar essa função. A comparação da política monetária não convencional com a política fiscal não convencional reduz-se neste caso a comparar um custo de recursos com um custo de excesso de carga, ou *deadweight loss*. O resultado de que o *credit easing* não é uma boa alternativa àquilo a que chamámos neste caso política fiscal não convencional, ou seja subsídios ao crédito contingentes, é robusto.

Conclusões

O legado que nos foi deixado neste período pós-crise não é só uma situação económica e financeira particular mas também um aumento do número de instrumentos de política macroeconómica, usados durante a crise, assim como a informação valiosa acerca das novas experiências efetuadas com estes instrumentos. O conjunto de instrumentos monetários foi claramente reforçado e implementadas novas políticas monetárias não convencionais, as quais ainda se encontram ativas na maior parte das economias. O que me propus discutir nesta nota foi o facto de que este novo mundo em que os decisores de política monetária entraram não ter sido acompanhado por um movimento semelhante na esfera da política fiscal. E que hoje é difícil afirmar se o retorno ao novo normal com taxas de política monetária não muito baixas está para chegar no futuro próximo. Os desenvolvimentos teóricos das últimas duas décadas apontam para mais ambição e criatividade na utilização dos instrumentos fiscais, tais como os descritos nesta nota. Isto não nos dará uma maior margem de manobra para interferir na prolongada recuperação em que se encontram grande parte das economias mas, talvez mais importante, pode ajudar-nos a fazê-lo de uma forma mais eficiente e a preparar melhor a intervenção desejável quando chegar a próxima recessão.

É verdade que isto implicará um grau de coordenação entre instituições superior ao que existia no período pré-crise. Mas é também o caso que enquanto continuarem a ser usadas políticas monetárias não convencionais estas têm mecanismos muito similares aos de política fiscal e efeitos redistributivos mais fortes do que os associados à política monetária convencional, o que implica que aquela coordenação deva existir de qualquer forma.

Neste cenário, manter a agenda de investigação atualizada em simultâneo com um diálogo aberto entre decisores de política e investigadores torna-se mais importante do que nunca.

Referências

- Adão, B., I. Correia e P. Teles (2004). "The Monetary Transmission Mechanism: Is it relevant for policy?" *JEEA*, 2 (2-3), 310-319.
- Adão, B., I. Correia e P. Teles (2003). "Gaps and Triangles." *Review of Economic Studies*, 70 (4), 699-714.
- Benigno, P. (2017). "A Central Bank Theory of Price Level Determination." CEPR Discussion Paper No. 11966.
- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia and P. Mauro (2010). "Rethinking Macroeconomic Policy." *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, issue s1, 199-215.
- Correia, I. F. De Fiore, P. Teles e O. Tristani (2016). "Credit Subsidies." Working Paper BCE, 1877.
- Correia, I., E. Farhi, J. P. Nicolini e P. Teles (2013). "Unconventional Fiscal Policy at the Zero Bound." *The American Economic Review*, 103, 1172-1211.
- Correia, I., J.P. Nicolini e P. Teles (2008). "Optimal Fiscal and Monetary Policy: Equivalence Results." *Journal of Political Economy*, 116-1, 141-170.
- Del Negro, M. e C. A. Sims (2015). "When does a central bank's balance sheet require fiscal support?" *Journal of Monetary Economics*, 73(C), 1-19.
- Feldstein, M. (2002). "Commentary: Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy?" *Rethinking Stabilization Policy*. Kansas City, Missouri: Federal Reserve Bank, 151-62.
- Friedman, M. (1948). "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability." *The American Economic Review*, 38- 3, 245-264.
- Friedman, M. (1968). "The role of monetary policy." *The American Economic Review*, 58-1, 1-17.
- Gertler, M. e P. Karadi (2011). "A model of Unconventional Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 17-34, January.
- Hall, B. (2011). "The Long Slump" *The American Economic Review*, 101, 431-469.
- Ireland, P. (1996). "The Role of Countercyclical Monetary Policy," *Journal of Political Economy*, 104(4), 704-723.
- Long, J. B. de e L. H. Summers (1988). "How Does Macroeconomic Policy Affect Output?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 433-494.
- McKay, A. e R. Reis (2016). "The Role of Automatic Stabilizers in the U.S. Business Cycle." *Econometrica*, 84, 141-194, January.
- Solow, R. (2005). "Rethinking Fiscal Policy", *Oxford Review of Economic Policy*, 21, 4, 1, December.