



Brasil à deriva: os retrocessos de 2021 e os desafios para 2022

AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Adriano Vilela Sampaio – Andrea Gama - Carmem Feijó - Dalton Boechat Filho

Daniel Henriques - Eduardo Mantoan - Elena Soihet – Eliane Araújo – Elisangela Araújo

Fernando Freitas – Jéssica Maldonado - Júlia Leal - Leandro Monteiro - Linnit Pessoa

Luciano Luiz Manarim D’Agostini – Luiz Macahyba – Maria Isabel Busato - Maurício A. Weiss

Norberto Montani Martins – Paula Marina Sarno - Paulo Gonzaga M. Carvalho

Pedro Lange N. Machado – Samuel Costa Peres – Stefan W. D’Amaro – Talita Cardoso Ferreira



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

BOLETIM FINDE: v.2, n.3, 2021

BRASIL À DERIVA: RETROCESSOS DE 2021 E OS DESAFIOS DE 2022

www.finde.uff.br

O QUE A PANDEMIA TROUXE DE NOVO À VISÃO CONVENCIONAL SOBRE POLÍTICA FISCAL? ¹

Norberto Montani Martins

Professor do Instituto de Economia da UFRJ e pesquisador do Finde/UFF

Maria Isabel Busato

Professora do Instituto de Economia da UFRJ e bolsista pós-doutorado CAPES/INCT

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.

O 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.

Este artigo 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).

Covid-19, juros baixos e política fiscal

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. Furman e Summers (2020) remetem à noção de histerese, abrindo 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. As baixas taxas de juros invalidam a ideia de *crowding-out* dos gastos públicos e, embora aceitem 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

¹ 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.



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 $(r-g) < 0$ condição –, 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.

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: “public investment can [...] offset some, all or even more than all of its cost if it has

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 do “Consenso de Washington”. Com as mudanças pós-pandemia seria o caso de questionar se há um Novo Consenso de Washington alinhado ao “novo consenso fiscal.”

a sufficiently high rate of return in expanding the economy’s potential itself” (FURMAN; SUMMERS, 2020, p. 34). 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.

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.

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 dívida¹. Já 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 (ROGOFF, 2021).

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; REINHART; ROGOFF, 2010).

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 estoque² 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

¹ 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”.

² Taxas de juros mais baixas aumentam o valor presente do PIB e reduzem a relação Dívida/Valor presente do PIB.



PIB e os superávits futuros (AUERBACH; GALE; KRUNPKIN, 2019).

Contudo, essa medida traz outros problemas a serem considerados. 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. Também apresentam, comumente, intervalos de erro muito grandes, devido às dificuldades de estimação levantadas anteriormente. Por fim, 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 “subjéctiva 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.

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 (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, o trio de autores propõe 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” 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).

Uma nota importante: os quatro primeiros elementos 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, então, que as decisões de política adicionais devem ser deixadas nas mãos dos gestores ao invés de seguirem metas e regras pré-definidas. 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 princípios³ 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.

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. 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

³ 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.



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.

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 do “Consenso de Washington”. 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. 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, o autor advoga que os economistas dos organismos multilaterais “parecem estar muito tranquilos” com os elevados montantes de gasto nos países mais ricos, ainda que puguem prudência. Além disso, medidas antes fora do cardápio, como a taxação da riqueza para reduzir desigualdades, passaram a estar sobre a mesa.

Uma análise pormenorizada das publicações relacionadas à política fiscal do FMI e do Banco Mundial 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)

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 (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: “one should be careful in importing wholesale the new fiscal consensus from advanced economies to emerging-market economies”. (BLANCHARD; FELMAN; SUBRAMANIAN, 2021, p. 13). 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.

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 (LOPREATO, 2014). E são essas velhas convicções que se perpetuam no debate público brasileiro, como bem pontua Lara Resende (2020).

Referências

- AUERBACH, A. J.; GALE, W.; KRUPKIN, A. [Revisiting the Federal Budget Outlook. Tax Notes Federal, p. 813-29, 5 ago. 2019.](#)
- BACHA, E. The Furman-Summers Fiscal Sustainability Metric: A Note on the Case of Brazil. Texto para Discussão IEPE/CdG, n. 65, dez. 2020.
- 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.; ZETTELMEYER, J. Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards. Peterson Institute for International Economics Working Paper n. 21-1, fev. 2021.

BLANCHARD, O.; FELMAN, J.; SUBRAMANIAN, A. Does the new fiscal consensus in advanced economies travel to emerging markets? Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, March 2021, disponível em

<https://www.piie.com/publications/policy-briefs/does-new-fiscal-consensus-advanced-economies-travel-emerging-markets>

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).

DOMAR, E. D. The "burden of the debt" and the national income. The American Economic Review, v. 34(4), p. 798-827, 1944.

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>.

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).

HAAVELMO, T. Multiplier effects of a balanced budget. Econometrica, v. 13(4), 311-318, 1945.

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. Crise econômica e política fiscal: os desdobramentos recentes da visão convencional. Texto para discussão, Instituto de



Economia, Unicamp, n. 236, jun. 2014.

MAURO, P.; ZHOU, J. $r-g < 0$: Can We Sleep More Soundly? IMF Economic Review, v. 69, p. 197-229, 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, L.; SUMMERS, L. On Secular Stagnation in the Industrialized World. Brookings Papers on Economic Activity, p. 1-54, Spring 2019.

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, 5ª ed., 2018.

SANDBU, M. Há um novo consenso de Washington, e ele é bem menos fiscalista. Mundo, Valor Econômico, 12 abr. 2021.



BOLETIM DO GRUPO FINDE

Edição quadrimestral: v.2, n.3, set/dez de 2021.
ISSN: 2675-7389

É uma publicação do grupo de pesquisa em **Financeirização e Desenvolvimento** que reúne reflexões acerca dos impactos sociais e econômicos no Brasil da **Pandemia do Covid-19 e implicações futuras**. As análises são apresentadas em formato de artigos e conta com a colaboração de economistas e cientistas políticos.



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

SOBRE O FINDE:

O grupo de pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE), sediado na Faculdade de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF), em Niterói, congrega pesquisadores e alunos de pós-graduação da UFF e de outras instituições, interessados em discutir questões acadêmicas relacionadas ao avanço do processo de financeirização e seus impactos sobre o desenvolvimento socioeconômico das economias modernas.

O propósito do grupo é produzir estudos sobre como o avanço da financeirização tem transformado o ambiente macroeconômico condicionando decisões econômicas de famílias, firmas e governos, com desdobramentos sobre a dinâmica das economias no curto e no longo prazo.

A pauta de pesquisa é extensa e abarca temas da microeconomia – tomada de decisão dos agentes; funcionamento de mercados específicos; incentivos aos processos de inovação e desenvolvimento tecnológico – da macroeconomia – instabilidade financeira sistêmica; regulação do sistema financeiro; autonomia e eficácia de política econômica; assimetrias internacionais – e da interação entre estas duas dimensões analíticas.

COORDENAÇÃO DO GRUPO:

Carmem Feijó - Professora Titular de Economia (UFF)

VICE-COORDENAÇÃO:

Adriano Sampaio - Professor de Economia (UFF)

ENDEREÇO:

R. Prof. Marcos Valdemar de Freitas Reis, s/n, Niterói
– Faculdade de Economia, Bl F, 5º Andar

CONSELHO EDITORIAL DO BOLETIM:

Carmem Feijó – Editora Chefe

Adriano Vilela Sampaio - Editor

Fernanda Feil - Editora

EDITORES ASSOCIADOS:

Caio César de Azevedo, Daniel Consul,

Daniel Henriques, Eduardo Mantoan, Júlia Leal,

Linnit Pessoa e Vinicius Centeno

CONTATO DAS AUTORAS E AUTORES

Adriano Vilela Sampaio

adrianovs@id.uff.br

Andrea Gama

andreagama@id.uff.br

Carmem Feijó

cbfeijo@gmail.com

Dalton Boechat Filho

daltonboechat@gmail.com

Daniel Henriques

danielhenriques1987@gmail.com

Eduardo Mantoan

eduardo.mantoan@hotmail.com

Elena Soihet

elenasoihet@gmail.com

Eliane Araújo

elianedearaujo@gmail.com

Elisangela Araújo

elisangela15.araujo@gmail.com

Fernando Freitas

fernando.jgomes.freitas@gmail.com

Jéssica Maldonado

Júlia Leal

juliaa.leal@hotmail.com

Leandro Monteiro

leandroalmeida@gmail.com

Linnit Pessoa

linnitpessoa@gmail.com

Luciano Luiz M. D'Agostini

lucianodagostini@yahoo.com.br

Luiz Macahyba

luizmacahyba@pped.ie.ufrj.br

Maria Isabel Busato

maria.busato@ie.ufrj.br

Maurício A. Weiss

mauricio.aw@gmail.com

Norberto Montani Martins

norberto.montani@gmail.com

Paula Marina Sarno

pmsarno@gmail.com

Paulo Gonzaga M. Carvalho

pgmcarvalho@openlink.com.br

Pedro Lange N. Machado

pedrolangenm@gmail.com

Samuel Costa Peres

scperes2@uem.br

Stefan W. D'Amaro

Talita Cardoso Ferreira

MAIS INFORMAÇÕES:

E-Mail: findeuff@gmail.com

Site: www.finde.uff.br

Facebook: [findeuff](https://www.facebook.com/findeuff)

Instagram: [findeuff](https://www.instagram.com/findeuff)

Twitter: [findeuff](https://twitter.com/findeuff)

Youtube: [/Financeirização Desenvolvimento](https://www.youtube.com/FinanceirizaçãoDesenvolvimento)



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

ONDE ESTAMOS:

R. Prof. Marcos Valdemar de Freitas Reis, s/n,
Faculdade de Economia, Bl F, 5º Andar
Gragoatá - Niterói - RJ
24210-200

findeuff@gmail.com



www.finde.uff.br