

---

# O Que Nós Aprendemos?

A Política Macroeconômica no Pós-Crise

Editado por: George Akerlof, Olivier Blanchard, David Romer  
e Joseph Stiglitz



**ALTA BOOKS**

EDITORA

Rio de Janeiro, 2015

---

# Sumário

<b>Introdução: Repensando a Política Macroeconômica II – Esmiuçando</b>	<b>IX</b>
Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia e Paolo Mauro	
<b>Parte I: Política Monetária</b>	
<b>1 Muitos Objetivos, Muitos Instrumentos: Em Que Ponto Estamos?</b>	<b>3</b>
Janet L. Yellen	
<b>2 Política Monetária, a Única Alternativa?</b>	<b>7</b>
Lorenzo Bini Smaghi	
<b>3 Política Monetária Durante a Crise: Do Fundo do Poço às Alturas</b>	<b>15</b>
Mervyn A. King	
<b>4 Os Objetivos da Política Monetária Após a Crise</b>	<b>25</b>
Michael Woodford	
<b>Parte II: Política Macroprudencial</b>	
<b>5 Política Macroprudencial em Perspectiva</b>	<b>35</b>
Andrew Haldane	
<b>6 Política Macroprudencial e o Ciclo Financeiro: Alguns Fatos Estilizados e Sugestões de Políticas</b>	<b>41</b>
Claudio Borio	
<b>7 A Política Macroprudencial em Ação: Israel</b>	<b>57</b>
Stanley Fischer	
<b>8 As Experiências da Coreia com a Política Macroprudencial</b>	<b>67</b>
Choongsoo Kim	
<b>Parte III: Regulamentação Financeira</b>	
<b>9 Tudo que o FMI Queria Saber Sobre Regulamentação Financeira e Não Tinha Medo de Perguntar</b>	<b>97</b>
Sheila Bair	

- 10 Regulamentando as Grandes Instituições Financeiras 103**  
Jeremy C. Stein
- 11 O Perfil da Atividade Bancária e o Futuro de sua Regulamentação 111**  
Jean Tirole
- 12 A Reforma Bancária na Inglaterra e Europa 123**  
John Vickers
- 13 Alavancagem, Estabilidade Financeira e Deflação 133**  
Adair Turner

**Parte IV: Política Fiscal**

- 14 Definindo o Papel Ressurgente da Política Fiscal 145**  
Janice Eberly
- 15 A Política Fiscal Sob a Sombra da Dívida:  
As Ideias de Keynes Ainda Funcionam 149**  
Anders Borg
- 16 Políticas Fiscais em Recessões 157**  
Roberto Perotti
- 17 Política Fiscal 171**  
Nouriel Roubini

**Parte V: Regimes Cambiais**

- 18 Como Escolher um Regime Cambial 187**  
Agustín Carstens
- 19 Repensando os Regimes Cambiais no Pós-Crise 191**  
Jay C. Shambaugh
- 20 Regimes Cambiais: Espanha e Reino Unido 207**  
Martin Wolf

<b>21</b>	<b>Regimes Cambiais: Revisitando o Debate da Taxa Cambial Fixa e Flutuante</b>	<b>219</b>
	Gang Yi	
<b>Parte VI: Gerenciamento da Conta de Capitais</b>		
<b>22</b>	<b>Gerenciamento da Conta de Capitais: Rumo a um Novo Consenso?</b>	<b>227</b>
	Duvvuri Subbarao	
<b>23</b>	<b>Gerenciamento do Fluxo de Capitais e da Conta de Capitais</b>	<b>233</b>
	José de Gregorio	
<b>24</b>	<b>Gerenciando as Entradas de Capital no Brasil</b>	<b>251</b>
	Márcio Holland	
<b>25</b>	<b>Gerenciamento da Conta de Capitais</b>	<b>269</b>
	Hélène Rey	
<b>Parte VII: Conclusões</b>		
<b>26</b>	<b>O Gato na Árvore e Outras Observações: Repensando a Política Macroeconômica II</b>	<b>279</b>
	George A. Akerlof	
<b>27</b>	<b>Repensando a Política Macroeconômica</b>	<b>283</b>
	Olivier Blanchard	
<b>28</b>	<b>Prevenindo a Próxima Catástrofe: Onde Nós Ficamos?</b>	<b>289</b>
	David Romer	
<b>29</b>	<b>As Lições da Crise do Atlântico Norte para a Teoria e a Política Econômica</b>	<b>295</b>
	Joseph E. Stiglitz	
<b>Colaboradores</b>		<b>309</b>
<b>Índice</b>		<b>311</b>

---

# **Introdução: Repensando a Política Macroeconômica II - Esmiuçando**

Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia e Paolo Mauro

A crise financeira e econômica global de 2008 a 2009, com suas amargas consequências, continua forçando os formuladores de políticas econômicas a revisar conceitos. Primeiro, foi a quebra do Lehman Brothers (grande banco de investimento americano), que revelou o quanto os responsáveis pela política econômica haviam subestimado os perigos vinculados ao sistema financeiro, e demonstrou os limites da política monetária. Em seguida, foi a crise da zona do euro, o que os obrigou a repensar o funcionamento dos mercados monetários e a política fiscal. Por tudo isso, tiveram que improvisar, implementando desde políticas monetárias heterodoxas, passando pelo fornecimento de um estímulo fiscal inicial e depois optando por acelerar a consolidação fiscal, até chegar ao uso de instrumentos macroprudenciais.

Nós demos uma primeira olhada nessas questões há alguns anos, seja por escrito (Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro, 2010), seja na conferência do FMI (Fundo Monetário Internacional) em 2011 (Blanchard et al., 2012). Entre os pesquisadores e os formuladores de políticas econômicas participantes da conferência, havia um nítido entendimento comum de que estávamos diante de um “mundo novo e desafiador” e que tínhamos mais perguntas do que respostas. Dois anos mais tarde, o perfil das políticas monetária, fiscal e macroprudenciais continuava indefinido. Mas políticas foram testadas e algum progresso foi alcançado, não apenas em teoria mas também empiricamente. Esta seção atualiza o status do debate. Ela foi realizada com vistas a uma segunda conferência sobre o mesmo tema patrocinada pelo FMI em 2013 e, ainda, para servir de trampolim para outras discussões.

Algumas observações quanto ao escopo da análise: nossos comentários focam no desenho da política macroeconômica após a economia global ter emergido da crise, em vez de fazê-lo nas escolhas das políticas em curso, tais como o desenho das políticas de flexibilização quantitativa (injeção de recursos na economia, mediante instrumentos de um Banco Central, para ampliar a oferta de empréstimos pelo sistema bancário) ou os prós e contras do estímulo fiscal financiado pela emissão de moeda. Os dois conjuntos de questões são obviamente relacionados, porém, nosso objetivo é analisar alguns

princípios gerais que podem ser usados para guiar a política macroeconômica no futuro, em vez de sugerir medidas específicas para serem tomadas hoje. Nós também adotamos uma visão relativamente estreita da política macroeconômica, deixando de fora qualquer discussão de reformas estruturais e regulamentação financeira. Embora a fronteira entre regulamentação financeira e políticas macroprudenciais seja turva, nós nos concentramos no componente cíclico da regulamentação, deixando de lado o design geral da arquitetura financeira.

Esta introdução é organizada em três seções principais: política monetária, política fiscal e — o que pode estar emergindo como a terceira perna da política macroeconômica — políticas macroprudenciais.

## **I. Política Monetária**

Durante a primeira conferência sobre repensar a política macroeconômica, realizada em março de 2011, foi debatida, no âmbito monetário, a questão da mudança na abordagem dos bancos centrais, largamente baseada em um objetivo e um instrumento (taxa de inflação e taxas básicas de juros, respectivamente) para outra, com múltiplos objetivos e instrumentos. Dois anos depois, tal questão permanece controversa.

### **A. Os Bancos Centrais Deveriam Explicitar suas Metas?**

Apesar das discussões corretamente centralizadas no papel do sistema financeiro e suas implicações na política monetária, desenvolvimentos macroeconômicos durante e após a crise têm levantado novas indagações sobre antigas questões concernentes à relação entre inflação e produção, com consequências diretas na política monetária.

Um dos argumentos dos bancos centrais para o foco na inflação era o aforismo da “divina coincidência”: a noção de que, ao estabilizar a inflação, a política monetária manteria as atividades econômicas o mais perto possível (dadas as fricções na economia) de seu potencial. Desse modo, mesmo cuidando de manter a produção em seu potencial, os responsáveis pelas políticas econômicas poderiam alcançar melhor tal objetivo ocupando-se primariamente com a estabilização dos níveis inflacionários. Embora nenhum banco central acreditasse que a divina coincidência fosse a responsável de fato, parecia ser algo suficientemente próximo para justificar o foco primário na inflação e perseguir a meta inflacionária.

Desde o início da crise, entretanto, a relação entre inflação e produto, nas economias mais avançadas, tem sido substancialmente diferente da observada anteriormente. Com o grande e acumulativo declínio na produção em relação à tendência o agudo aumento do desemprego, a maioria dos economistas esperaria uma queda da inflação, talvez até mesmo o surgimento da deflação. Mesmo assim, nas economias mais avançadas

(incluindo algumas que experimentaram severas contrações na atividade econômica), a inflação permaneceu próxima do nível observado antes da crise.

Em termos lógicos, há duas interpretações sobre o que está acontecendo. Ou a produção potencial declinou quase tanto quanto a efetiva, de modo que o hiato do produto (a diferença entre a produção potencial e a efetiva) é de fato menor, e colocando portanto um pouco de pressão na inflação, ou essa diferença de produção ainda é substancial, mas a relação entre inflação e hiato produtivo alterou-se de modo considerável.

Com respeito à primeira interpretação, é possível que a crise em si leve a produção potencial a cair, ou que a produção de antes da crise seja mais elevada que a potencial — por exemplo, se ela derivava de bolhas setoriais insustentáveis (mercado de imóveis residenciais) — de modo que o hiato do produto efetivo é menor. Isso poderia explicar porque a inflação permaneceu estável. Empiricamente, no entanto, é difícil explicar a razão pela qual a taxa natural de desemprego deveria ser bem maior do que antes da crise, ou porque a crise deveria ter levado a uma queda muito maior na produtividade. E embora haja uma grande incerteza acerca dos métodos de avaliação da produção potencial (especialmente na esteira de grandes choques tais como crises financeiras), em quase todas as estimativas as economias mais avançadas ainda se ressentem de um substancial hiato do produto.

Isso nos leva à segunda interpretação. De fato, há provas convincentes de que a relação entre o hiato do produto e a inflação já não é a mesma de antes. Um trabalho recente (o relatório *World Economic Outlook* do FMI, de 2013) atribui a mudança aos seguintes dois fatores.

O primeiro fator é representado pelas expectativas de níveis inflacionários estáveis, refletindo, em parte, a credibilidade crescente da política monetária durante as últimas duas ou três décadas. Por si só, esse é um desenvolvimento bem-vindo, e explica porque um grande hiato produtivo agora leva a uma inflação mais baixa (porém estável), em vez de uma inflação decrescente constante.

O segundo fator é uma relação fraca (tanto em magnitude quanto em significância estatística) entre hiato do produto e inflação dada uma taxa de inflação esperada.

Isso é mais preocupante porque implica que índices inflacionários razoavelmente estáveis podem ser consistentes com uma grande e indesejável variação no hiato do produto.

Olhando mais à frente, a questão principal para a política monetária é se essa relação mais fraca resulta da crise em si, e, conseqüentemente, se fortalecerá novamente quando a crise chegar ao fim, ou se ela reflete uma tendência de longo prazo. Há sinais de que, em parte, a relação mais fraca pode de fato refletir circunstâncias específicas relativas à crise — em particular, o fato de que a rigidez da manutenção dos salários nominais em patamares menores está mais vinculada a uma inflação muito baixa. Mas parte dela parece refletir tendências de longo prazo ainda não identificadas.

(Estas, na verdade, parecem estar presentes antes da crise; veja o relatório *World Economic Outlook do FMI*, de 2013). Caso a relação permaneça fraca, e a divina coincidência se torne uma aproximação muito ruim, os bancos centrais precisariam divulgar as metas a que se propõem mais explicitamente do que estão fazendo hoje.

## **B. Os Bancos Centrais Deveriam Privilegiar a Estabilidade Financeira?**

A crise deixou claro que inflação e produção estável não são suficientes para garantir a sustentabilidade da estabilidade macroeconômica. Sob a calmaria da superfície macroeconômica da Grande Moderação (um período de reduzida volatilidade macroeconômica vivida nos Estados Unidos no início dos anos 1980), desequilíbrios setoriais e riscos financeiros cresciam, o que, em última instância, levou à crise. A severidade dessa crise e a limitada eficácia das ações políticas transformou a abordagem pré-crise de “negligência benigna”<sup>\*</sup>, sobre bolhas. E isso reacendeu a questão de que a política monetária deveria incluir, entre suas metas, a estabilidade financeira (aproximada por, diga-se, grau de alavancagem, crédito agregado ou preços dos ativos).

Taxas básicas de juros não são, obviamente, a ferramenta ideal para lidar com o tipo de desequilíbrio que leva à crise. Sua abrangência é muito vasta para ser eficaz. Ao contrário, está surgindo um consenso de que ferramentas macroprudenciais mais direcionadas deveriam ser usadas para essa tarefa.

Cabem, contudo, importantes advertências. As ferramentas macroprudenciais são novas, e pouco se sabe sobre o quão eficientes podem ser. Elas estão sujeitas a equívocos e a duras restrições impostas pela política econômica (mais sobre essas ferramentas, abaixo). Dadas essas limitações, a tese de que os bancos centrais deveriam usar as taxas básicas de juros para desinflar bolhas voltou à tona (ver, por exemplo, Svensson 2009; Mishkin 2010; Bernanke 2011; King 2012).

Se os bancos centrais escolherem desinflar as bolhas, a opção tratá a tona o velho problema — evidente tanto na crise de 2008-2009 como em muitas crises financeiras anteriores — de que as bolhas raramente são identificáveis com segurança em tempo real. Essa incerteza sugere que os bancos centrais podem querer reagir a expressivas movimentações nos preços de certos ativos sem conseguir decidir se tais movimentos refletem mudanças nos fundamentos ou se são bolhas. Em outras palavras, considerando o que aprendemos sobre os custos da inércia, grandes erros primários (ou seja, presumir que se trata de uma bolha quando, de fato, o aumento reflete mudanças estruturais) no lugar de erros menores e secundários (ou seja, lidar com a bolha como se fosse uma mudança estrutural) podem ser facilmente justificados. Ainda assim, caso sigam por esse caminho, estabelecer os limites adequados da intervenção não será algo fácil. Uma possibilidade seria focar em certos ativos cujos

---

<sup>\*</sup> N.E.: Trata-se de uma expressão que significa uma atitude ou política de ignorar uma situação recorrentemente delicada ou desagradável por parte de quem é considerado responsável por lidar com ela.



preços tiveram acentuada elevação, como, por exemplo, aqueles vinculados a créditos bancários, os quais têm se provado bastante perigosos.

### **C. Os Bancos Centrais Deveriam se Importar com as Taxas de Câmbio?**

A crise mostrou que, uma vez mais, o fluxo de capital internacional pode ser bastante volátil. Essa volatilidade não tem sido, no geral, um grande problema em economias avançadas (apesar de o fluxo reverso na zona do euro e a drenagem da liquidez em dólares nos sistemas bancários europeus serem um lembrete de que a vulnerabilidade existe ali também). Porém, mercados financeiros restritos, grandes aberturas e dependência de recursos externos, e menor diversificação da economia real tornam os mercados emergentes significativamente vulneráveis às flutuações nos fluxos de capital.

A volatilidade dos fluxos de capital pode ter efeitos adversos na estabilidade macroeconômica, tanto diretamente (através de efeitos na conta de transações correntes e na demanda agregada) quanto indiretamente (através de efeitos nos balanços contábeis domésticos e, por conseguinte, na estabilidade financeira). Quando o câmbio se fortalece em função do acentuado ingresso de capitais, o setor exportador de bens perde competitividade, potencialmente levando a uma realocação de capital e trabalho cuja reversão pode ser onerosa caso o fluxo de capitais e a taxa cambial se invertam. As entradas de capital também podem levar a um equilíbrio nas contas nacionais que são passíveis de serem revertidas na medida em que promovem grande expansão do crédito (e conseqüente alavancagem) e elevam a utilização de dívidas denominadas em moeda estrangeira. (Há ampla evidência, por exemplo, de que a grande expansão do crédito e a confiança generalizada em moedas estrangeiras ocorrida no Leste Europeu na primeira década dos anos 2000 foram associadas ao grande influxo de capital externo [Dell’Ariccia et al. 2012]).

O problema com a volatilidade do fluxo de capital levou a uma reavaliação do papel potencial dos controles de capital (aos quais o FMI chama de “ferramentas de controle do fluxo de capital”). Todavia, tal como no caso das ferramentas macroprudenciais e da estabilidade financeira, o controle de capitais pode não funcionar bem o bastante, fazendo aumentar as dúvidas sobre se a política monetária deveria ter um objetivo adicional (Ostry, Ghosh e Chamon 2012).

Poderiam os bancos centrais ter dois alvos, o índice de inflação e a taxa de câmbio, e duas ferramentas, as taxas básicas de juros e a intervenção nas taxas de câmbio? (Ao focar-se na meta de inflação os bancos centrais argumentam que se importam com a taxa de câmbio na medida em que ela afeta os índices inflacionários, mas vale a pena perguntar se esse seria o único efeito da taxa de câmbio que seria conveniente que levassem em consideração). Adicionar taxas de câmbio nesse mix levanta questões tanto de sua viabilidade quanto se, de fato, ela é desejada

A resposta para a questão da viabilidade é, provavelmente, negativa para as economias com mercados financeiros altamente integrados (e, quase com certeza, negativa também para economias pequenas, muito abertas e avançadas — digamos, por exemplo, a Nova Zelândia). Sob tais condições, uma intervenção esterilizada provavelmente não terá efeito porque o fluxo de capital reage imediatamente a taxas diferenciais de juros. Mas a resposta é, provavelmente, afirmativa (e as evidências apontam nessa direção) para as economias com grandes fricções financeiras e mercados altamente segmentados. Nessas circunstâncias, portanto, se poderia levar em consideração um regime de meta de inflação estendida, com os juros básicos visando o nível inflacionário almejado, e intervenções nos mercados cambiais objetivando uma determinada taxa de câmbio.

Mas, e quanto à desejabilidade? O consenso que surgiu com relação ao uso e às limitações dos controles de capital é por demais relevante. As questões e as conclusões são praticamente as mesmas. Normalmente, uma intervenção não é desejável quando se visa resistir a uma tendência de valorização ocasionada por fluxos capitais regulares em vez de oscilações temporárias (isto é, quando o movimento na taxa cambial reflete uma mudança nos fundamentos subjacentes e não, por exemplo, movimentos erráticos de correr riscos e/ou deixar de fazê-lo). E isso pode levantar questões de uma perspectiva multilateral (para saber mais, ver Ostry, Ghosh e Korinek 2012).

#### **D. Como os Bancos Centrais Deveriam Lidar com o Limite Zero**

##### **Lower Bound (Taxa Básica de Juros em Torno de 0%)?**

O que pode parecer impressionante com relação à crise é a maneira pela qual cada banco central experimentou políticas nada convencionais, desde as que propunham flexibilizações quantitativas ou segmentadas (no mercado, estas últimas são também conhecidas pelo seu nome em inglês, “targeted easing”), até a novas formas de prover liquidez. Será que essas políticas heterodoxas se tornarão parte do conjunto de ferramentas econômicas padrão ou elas são específicas para períodos de crise? Para responder a essa pergunta, é necessário diferenciar entre duas características da crise.

A primeira é a armadilha da liquidez, que restringe o uso da política de juros. A segunda é a segmentação de alguns mercados (ou instituições) financeiros. Não obstante ambas as características tenham desempenhado papéis importantes na determinação de políticas, elas são, conceitualmente, distintas. Pode-se pensar em choques suficientemente adversos mas não financeiros tais que os bancos centrais gostariam de diminuir as taxas de juros básicas mais adiante, porém, se encontram restringidos pelo limite zero das taxas de juros. Ou, alternativamente, é possível imaginar choques financeiros que provocam a segmentação de alguns mercados financeiros durante a vigência de taxas básicas de juros ainda positivas. Vamos considerar as implicações de cada uma delas.

Essa crise mostrou que as economias correm o risco de atingir níveis de juros próximos de zero e perder a habilidade de usar seu instrumento primário, a política de juros, com uma probabilidade maior do que se acreditava anteriormente. Isso levanta duas questões. A primeira delas é quais passos podem ser tomados para minimizar a chance de cair em armadilhas de liquidez no futuro. Nós não vamos discutir a questão levantada por Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro (2010) com respeito ao nível ótimo de inflação nesse contexto, ainda que o argumento deles e o contra-argumento de outros levantem a questão de se o debate ainda merece uma abordagem não ideológica, tanto entre os acadêmicos quanto nos fóruns políticos (ver, por exemplo, Ball, 2013).

A segunda questão é o que fazer com a armadilha da liquidez. Quando a crise eclode, a maioria dos bancos centrais reage cortando as taxas de juros agressivamente. Em muitos casos, elas rapidamente atingem o nível zero. Os bancos centrais passam, então, a adotar medidas não convencionais, cujos formatos são os mais diversos, gerando uma profusão de acrônimos. É muito útil poder diferenciar entre medidas de flexibilização segmentada (um nome mais exato do que facilitador de crédito), ou seja, aquisições de ativos financeiros específicos sem uma mudança na oferta de moeda, e medidas de flexibilizações quantitativas, as quais não são estéreis e, por isso, ocasionam um crescimento na oferta monetária.

Evidências empíricas disponíveis sugerem que algumas medidas de flexibilização segmentada (em inglês, “targeted easing”) tiveram um impacto substancial nos preços dos ativos adquiridos pelo banco central. Muito dele, entretanto, parece ter vindo de uma segmentação pouco usual dos mercados financeiros associados a essa crise, como visto, por exemplo, no caso dos mercados de seguros hipotecários nos Estados Unidos em 2008 e 2009 (ver Gagnon et al., 2011). Embora recursos com diferentes características de risco sejam sempre substitutos imperfeitos e, assim, a demanda relativa sempre importe, a habilidade do banco central de afetar os retornos relativos é, provavelmente, muito mais limitada em tempos normais do que era durante a crise.

A flexibilização quantitativa (em inglês, “quantitative easing”) pode ser pensada como uma combinação de flexibilização segmentada (a compra de alguns ativos, tais como títulos de longo prazo do Tesouro, financiada pela venda de títulos de curto prazo). A pergunta é se, com taxas de juros próximas de zero, a expansão do componente monetário tem um efeito por si só. A questão é particularmente nítida no Japão, cujo banco central anunciou a intenção de dobrar a base monetária. Se houve algum efeito, deve ter sido em função de expectativas de baixas taxas nominais futuras de juros ou de elevação da inflação futura. (Em “Alice no País das Maravilhas”, no mundo de cabeça para baixo de armadilhas da liquidez, uma expectativa de aumento da inflação é algo bem-vindo por ser a única forma de obter um decréscimo da taxa de juros real esperada). As evidências empíricas não são conclusivas. São um pouco

mais positivas para outra medida com intenção semelhante, chamada de “forward guidance”<sup>38</sup> (orientação futura). Esses comunicados dos bancos centrais (tais como a intenção ou o compromisso de manter baixas taxas de juros de curto prazo por um período específico, ou enquanto determinada condição econômica prevalecer) parecem ter tido um impacto relevante e economicamente considerável nas taxas de juros de longo prazo, tanto no Canadá quanto nos Estados Unidos. Comunicados similares, no entanto, foram menos efetivos para o Riksbank - Banco Central da Suécia (Woodford, 2012). No que concerne à política monetária futura, longe da “taxa zero”, esse instrumento pode estar aqui para ficar.

A crise também originou novas discussões sobre várias ideias antigas, incluindo a adoção do “price level targeting”<sup>39</sup> regime de “meta do nível de preços ou metas do PIB nominal”. O apoio para essas regras pode ser, em parte, oportunista: uma característica comum das abordagens baseadas nos preços (por exemplo, regras que objetivam um nível de preços em vez de uma taxa de inflação, ou renda nominal no lugar de crescimento da renda nominal) é que, nessa conjuntura, elas permitiriam uma taxa inflacionária mais alta sem enfraquecer a credibilidade do banco central a longo prazo. Uma potencial perda de credibilidade tem sido uma grande preocupação para os bancos centrais durante a crise, como ficou claro pela reafirmação, pelos bancos centrais, do compromisso de permanecer vigilantes em relação à inflação em cada rodada de políticas não convencionais. Porém, tais regras têm diversas deficiências. Uma das principais é que choques temporários de preços não são tratados como coisa do passado e têm que ser absorvidos através da inflação ou, pior, da deflação.

### **E. Para Quem os Bancos Centrais Deveriam Prover Liquidez?**

Quando alguns investidores são altamente especializados (têm “hábitos arraigados”, usando uma expressão antiga) e, por alguma razão, reduzem sua demanda, os leigos podem não ter o conhecimento especializado necessário para avaliar se a menor demanda deve-se a um risco elevado ou se os compradores usuais estão impossibilitados de comprar. E podem preferir ficar de fora. Quando isso acontece, os preços de mercado correm o risco de entrar em colapso, ou alguns financiadores de perder seus recursos. A não liquidez pode, então, levar à insolvência. Equilíbrios múltiplos podem, então, ocorrer em face da expectativa de insolvências, ocasionando o aumento das taxas de juros e tornando autorrealizável aquela expectativa.

Já a partir de seus estágios iniciais, a crise mostrou que o clássico quadro de equilíbrios múltiplos (existência de várias posições de equilíbrio do mercado no

---

<sup>38</sup> N.E.: Um instrumento dos bancos centrais que consiste em informar objetivamente o mercado sobre os cenários que o BC trabalha e as medidas que aplicará em cada circunstância.

<sup>39</sup> N.E.: Embora semelhante, não deve ser confundido com o regime convencional conhecido como “meta de inflação”, o qual só olha para a frente. Aqui, toma-se por base o que ocorreu no passado mais imediato, e as medidas são tomadas visando retomar os níveis inflacionários que vigiam então, sendo, portanto, uma ação mais difícil.

longo prazo), que proporcionou uma justificativa para os bancos fornecerem seguro de depósitos e acesso a uma agência financeira de último recurso, agora também se aplica a financiamentos interbancários e a intermediários não bancários. A situação na Europa mostrou mais tarde que o mesmo enquadramento também poderia ser aplicado às obrigações soberanas (títulos de dívida emitido por um governo nacional dentro de um determinado país, denominados em moeda forte estrangeira), mesmo em economias avançadas. De fato, os títulos soberanos ficam ainda mais expostos a problemas de liquidez do que os intermediários financeiros, uma vez que os ativos de que dispõem consistem, principalmente, de receitas tributárias futuras, cuja colateralidade (fornecimento de garantias a um empréstimo) é de difícil implementação. A expectativa de que outros investidores possam não rolar seus débitos no futuro pode levar os investidores a idêntica atitude, o que ocasionaria uma crise de liquidez.

Os bancos centrais acabam provendo liquidez não apenas aos bancos comerciais mas também a instituições que não operam com depósitos e, direta e indiretamente, aos títulos soberanos. De um ponto de vista teórico, a lógica é praticamente a mesma. Mesmo assim, a extensão para instituições não bancárias coloca uma série de questões.

Em primeiro lugar, tal como com os bancos, agrava-se o problema de diferenciar iliquidez de insolvência. (veja Capítulo 17 sobre as diferenças e semelhanças entre as duas) Porém, para instituições não bancárias isso acontece em um contexto de entidades potencialmente não regulamentadas sobre as quais os bancos centrais possuem informações limitadas. Em segundo, novamente quanto aos bancos, trata-se de uma questão de risco moral. (veja Capítulo 17). A promessa (ou expectativa) de provisão de liquidez induzirá a acumulação, de antemão, de ainda menos portfólios líquidos, aumentando, assim, o risco de uma crise de liquidez (Farhi e Tirole, 2012). O problema fica pior no caso de apoio indireto (através de aquisições de mercado de títulos soberanos, por exemplo) porque, ao contrário do apoio direto aos bancos, é difícil (ou impossível) administrar qualquer punição. Deságios (operações de redesconto) e condicionalidades (para aquisições diretas) podem dissipar parcialmente, porém não eliminarão essas preocupações. E os deságios induzem os administradores à ideia de prover “liquidez ilimitada, não importa o que aconteça”, necessária para eliminar o risco de uma fuga de recursos. Durante uma crise sistêmica, essa é uma questão secundária relativamente à necessidade de estabilizar a economia. Mas as circunstâncias para a intervenção afiguram-se mais difíceis em tempos de bonança.

## **II. Política Fiscal**

No início da crise, com a política monetária tendo que enfrentar a armadilha da liquidez e com a intermediação financeira ainda no limbo, os governos criaram estímulos fiscais para manter a demanda e evitar o que eles sentiam poder se tornar

uma nova Grande Depressão. Contudo, quando o perigo mais agudo parecia ter abrandado, os governos se encontraram com a dívida pública em nível muito mais elevado (nem tanto devido aos estímulos fiscais, mas em razão da acentuada redução da receita bruta oriunda da recessão). A partir daí, as discussões sobre a política fiscal têm se concentrado na consolidação fiscal.

Na conferência anterior, nós chegamos a duas conclusões principais. Primeiro, o que parecia se constituir em um nível seguro da dívida pública antes da crise, de fato não era tão seguro assim. Em segundo lugar, um “case” forte surgiu ao revisarmos o consenso pré-crise de que a política fiscal tinha um limitado papel cíclico a exercer.

As perguntas são basicamente as mesmas nos dias de hoje, com poucas novas nuances. À luz dos elevados níveis de dívida, uma questão política significativa que permanecerá conosco para além da crise é aquela sobre a velocidade apropriada para a consolidação fiscal. A resposta depende de dois fatores principais. Primeiro: o quão prejudicial ou perigoso é o nível corrente da dívida? A crise adicionou mais um item na lista usual de efeitos adversos da dívida alta: equilíbrios múltiplos em um círculo vicioso de elevadas taxas de juros, baixo crescimento e uma crescente probabilidade de inadimplência, algo que pode levar a uma crise fiscal. Em segundo lugar, e para dar a dimensão de que uma consolidação fiscal é necessária, quais são seus efeitos no crescimento a curto prazo, dado o estado da economia e o caminho e a estrutura do ajuste fiscal?

Nós analisaremos essas questões uma de cada vez.

### **A. Quais são os perigos da Dívida Pública Elevada?**

Ao se iniciar a crise, a mediana da relação entre dívida pública e PIB nas economias desenvolvidas era de cerca de 60%. Essa proporção estava em linha com o nível considerado prudente para economias desenvolvidas, como preconizado, por exemplo, no EGP\*. Ironicamente, de alguma forma, o nível prudente para os mercados emergentes era mais baixo, de cerca de 40%. O patamar real era menor do que 40%, o que deu mais espaço aos países para uma política fiscal contracíclica (também chamada de anticíclica, é assim denominada em virtude de seu caráter de anteposição a um desfavorável cenário econômico vigente) em comparação à crise anterior.

No final de 2012, a média da relação entre dívida e PIB, nas economias desenvolvidas, estava próximo de 100% e crescendo. Em sua maior parte, o aumento resultou da queda da receita bruta, causada pela própria crise. Em menor grau, foi atribuída aos estímulos fiscais praticados no início da crise. E para alguns países, isso se deu em função da realização de obrigações contingentes (ver FMI, 2012a, box 2). Na Irlanda e na Islândia, por exemplo, a necessidade de recuperar um sistema bancário superdimensionado provocou inesperado crescimento da dívida pública

---

\*N.E.: EGP- European Union’s Stability and Growth Pact (Sigla de um documento da União Europeia que estabelece um conjunto de regras destinado a garantir finanças públicas sólidas e coordenar as políticas fiscais dos países-membros).

em relação ao PIB, de 25 e 43 pontos percentuais, respectivamente. Em Portugal, para utilizar um exemplo menos conhecido, enquanto a crise progredia, empresas do governo incorreram em perdas que, conforme as regras do Eurostat, tiveram que ser computadas nos números gerais do governo cujo deficit e dívidas, em decorrência, aumentaram. Mais do que isso, as garantias começaram a ser reclamadas nas parcerias público-privadas (que eram mais consideráveis do que em outros países), adicionando mais um ônus ao governo. Em meio a tais questões, somadas às intervenções no setor financeiro, no cômputo global houve uma elevação de cerca de 15 pontos percentuais de crescimento no nível da dívida portuguesa.

As lições são claras. Choques macroeconômicos induzem deficit orçamentários que podem ser consideráveis — maiores do que era considerado possível antes da crise. E a dívida oficial em relação ao PIB pode camuflar obrigações contingentes significativas, desconhecidas não apenas dos investidores mas, às vezes, do próprio governo (Irwin, 2012). Isso sugere a necessidade de uma abordagem mais compreensiva para medir a dívida pública e, ao mesmo tempo, também diminuir os valores, a fim de enquadrar-se naquilo que é considerado “prudente” em termos da relação entre a dívida oficial e o PIB. Infelizmente, dado o, em geral, elevado patamar alcançado por essa relação, recuar a níveis prudentes demandará um bom tempo.

Os custos da dívida pública exacerbada, seja devido a uma maior taxa de juros reais de equilíbrio, seja quanto às distorções associadas aos tributos necessários para o serviço da dívida, há muito já é algo plenamente reconhecido. A crise trouxe à luz outro custo potencial: o risco de equilíbrios múltiplos associado a altos níveis de dívida. Se os investidores, preocupados com a maior probabilidade de inadimplência, requerem um prêmio maior de risco, aumentando, assim, as taxas de juros, tornam mais difícil para o governo o serviço da dívida, o que eleva a chance de inadimplência e, potencialmente, agrava sobremaneira seu nível de preocupação.

Em princípio, tal equilíbrio múltiplo pode existir mesmo em patamares mais baixos da dívida. Uma taxa de juros muito alta pode tornar insustentável até mesmo um nível baixo da dívida, uma espécie de situação autorrealizável. Mas é mais provável que múltiplos equilíbrios aconteçam quando a dívida é alta, para a qual mesmo um pequeno crescimento na taxa de juros pode levar o governo da solvência para a insolvência. É também muito mais provável que eles ocorram quando a dívida tem perfil de curto prazo e, em decorrência, o processo de rolagem é mais intenso: se a maior parte da dívida tiver que ser renovada em breve, é bem provável que os investidores venham a se preocupar com as renovações futuras, o que os deixa relutantes sobre a rolagem que se avizinha.

Também em princípio, os bancos centrais podem eliminar um equilíbrio ruim ao fornecer — ou simplesmente se comprometendo a fornecer — liquidez ao governo, caso necessário. Porém, providenciar liquidez não é suficiente. para ir direto ao ponto. A intervenção pode precisar ser bem grande. E levando em conta



a dificuldade comum em distinguir entre iliquidez e insolvência, e o fato de que o estado, diferentemente dos bancos, não pode fornecer colaterais, os riscos para o banco central podem ser bem consideráveis.

A experiência da crise sugere que a questão dos equilíbrios múltiplos é relevante. A evolução dos rendimentos dos títulos soberanos espanhol e italiano pode ser vista sob essa perspectiva, com o compromisso do Banco Central Europeu (BCE) de intervir naqueles mercados de títulos soberanos, reduzindo o risco de um mau equilíbrio. Alguns outros membros da zona do euro, tais como a Bélgica, se beneficiaram com as baixas taxas, a despeito dos ainda altos níveis da dívida e dos desafios políticos; o quanto da diferença, digamos assim, entre Bélgica e Itália, pode ser explicada por fundamentos ou por equilíbrios múltiplos é uma questão em aberto. A percepção relativamente benigna, tanto dos Estados Unidos quanto do Japão, pode ser interpretada como um exemplo na direção oposta. Apesar dos altos níveis da dívida, particularmente no Japão, ambos os países têm sido percebidos, até agora, como um “porto seguro” e se beneficiado de taxas de juros muito baixas, contendo os encargos do serviço da dívida. Entretanto, a questão é a força desse porto seguro: a situação pode mudar rapidamente, e como resultado levar esses países a uma situação de mau equilíbrio.

## **B. Como lidar com o Controle da Dominância Fiscal?**

Tendo em vista a magnitude da consolidação fiscal requerida em tantas economias desenvolvidas, o problema da redução do valor real da dívida mediante processos de reestruturação ou inflação provavelmente persistirá.

Vamos nos limitar a duas breves observações sobre a reestruturação das dívidas. Em primeiro lugar, ao menos na arquitetura financeira internacional atual, a reestruturação das dívidas permanece sendo um processo oneroso e incômodo. (Como aprimorar essa situação continuará a ser um importante tópico de pesquisa e análise política). Em segundo, contrastando com experiências do passado em mercados emergentes, parcela considerável dos títulos da dívida nas economias mais desenvolvidas pertence a residentes no país (mais de 90% no Japão), com frequência intermediários financeiros, ou a residentes em países vizinhos ou altamente conectados (inclusive através do sistema financeiro). Por conseguinte, o escopo para uma reestruturação da dívida é bastante limitado. De qualquer maneira, ela exigiria um extremo cuidado no sentido de minimizar uma potencialmente disruptiva redistribuição de riqueza entre os detentores domésticos de títulos e os contribuintes, além dos acentuados efeitos adversos no sistema financeiro.

Nesse contexto, os governos, enfrentando a necessidade de ajuste em face das dificuldades fiscais, podem vir a pressionar os bancos centrais no sentido de que estes ajudem a limitar os custos de empréstimos, o que levanta a questão da dominância fiscal. Em princípio, o auxílio da política monetária para reduzir os encargos da dívida pública pode ocorrer de diversas formas. Os bancos centrais podem desacelerar o ritmo



de saída do processo de “quantitative easing” (flexibilização quantitativa), e manter por mais tempo em carteira os títulos soberanos. Eles também podem atrasar o aumento da taxa nominal de juros justificada pelas condições macroeconômicas e permitir que a inflação cresça, de molde a reduzir a taxa real de juros por um período maior do que, em outra situação, normalmente ocorreria.

De fato, historicamente, as dívidas têm com frequência sido diminuídas através de uma rápida inflação; exemplos extremos incluem episódios bastante conhecidos de hiperinflação que enxugaram a dívida como consequência das grandes guerras (por exemplo, Alemanha, Japão). Casos menos extremados recentemente atraíram uma nova atenção, notavelmente, nos Estados Unidos na segunda metade dos anos 1940, quando a inflação ocasionou significativas taxas de juros reais negativas e, ao longo do tempo, menores índices de dívida pública em relação ao PIB (ver Reinhart e Sbrancia, 2011, que sugerem que um retorno à repressão financeira\* é uma potencial preocupação).

Quanta diferença tais políticas monetárias poderiam fazer? A resposta depende sobremaneira do período de tempo em que os bancos centrais conseguem manter as taxas de juros reais baixas ou, até mesmo, negativas. Pressupondo que haja uma relação diretamente proporcional entre as taxas de juros nominais e a inflação, o que implica dizer que a taxa de juros real permanece constante (um completo e imediato efeito Fisher aplicado a todas as dívidas, roladas ou recém-assumidas), a diminuição depende da capacidade de erosão do valor nominal de dívidas substanciais (de longo prazo), e geralmente é bastante pequena. As simulações realizadas pelo FMI sugerem que, para as economias do G7 (as sete economias mais ricas do mundo), se a inflação crescesse do corrente ritmo projetado médio de menos que 2% para, digamos, 6%, a proporção da dívida líquida declinará, após cinco anos, para cerca de 10% do PIB, em média (Akitoby, Komatsuzaki e Binder, a publicar). O efeito seria maior se os bancos centrais pudessem manter baixas as taxas reais de juros por algum tempo. (Às vezes argumenta-se que isso exigiria uma repressão financeira, isto é, a capacidade de forçar os bancos a segurarem os títulos do governo. Essa posição parece incorreta: as evidências disponíveis demonstram que os bancos centrais são capazes de manter taxas de juros reais negativas por algum tempo, se assim quiserem. Mas essas taxas negativas podem levar a um superaquecimento e à inflação. Elas também podem induzir os investidores a buscarem ativos estrangeiros, levando a uma depreciação e ainda mais inflação. Contudo, caso os bancos centrais aceitem essas consequências na inflação, poderão manter baixas as taxas de juros reais por algum tempo, mesmo abstendo-se da repressão financeira).

Em suma, se a consolidação fiscal normal, através de acréscimo de receitas ou diminuição de gastos, provar-se inexecutável, taxas de juros reais baixas ou negativas poderiam, em princípio e em certos limites, colaborar na sustentabilidade da

\* N.E.: Processo pelo qual o governo limita o livre fluxo financeiro no intuito de reduzir a remuneração obtida pelos poupadores e favorecer certos tomadores de recursos, em especial o próprio setor público.

dívida. No entanto, esse caminho teria custos ponderáveis: aumento da inflação e redução nas taxas de juros reais são, de fato, uma versão mais suave e menos visível da reestruturação da dívida, com o ônus do ajuste deslocando-se dos contribuintes para os detentores de títulos, e levaria ao enfrentamento de questões similarmemente relevantes envolvendo aspectos distributivos, sociais e políticos.

Em face dessas considerações, é essencial que as decisões de política monetária continuem sendo de competência exclusiva do banco central, livres de interferências políticas. O banco central, por sua vez, deveria basear suas decisões na maneira pela qual a situação da dívida e o ajuste fiscal (ou a falta dele), repercutiria na inflação, na produção e na estabilidade financeira. De fato, as aquisições de títulos do governo pelos bancos centrais durante a crise deram-se sob o pano de fundo de grandes hiatos de produção e, com frequência, como parte de um esforço para evitar a deflação ou uma crise de dívida mais profunda. De modo geral, o banco central deveria ter em mente o risco de que tal política poderia ser vista como deslizando para o âmbito da dominância fiscal, em particular devido às dificuldades de avaliação dos efeitos na produção de várias possíveis estratégias para manter a dívida pública sob controle. O risco da dominância fiscal parece relativamente limitado na zona do euro, na qual nenhum governo, sozinho, pode forçar o BCE a mudar sua política monetária. Já em outros lugares é mais relevante, e pode vir a ser uma questão para os anos vindouros.

### **C. Em Que Grau a Dívida Pública Deveria Ser Reduzida?**

À luz da necessidade de diminuir a relação entre a dívida pública e o PIB, o debate em torno da política fiscal centralizou-se na velocidade ótima e em modalidades de consolidação fiscal. Muitos dos problemas de consolidação que surgem são relevantes não apenas agora, mas, em geral, para a política fiscal no futuro.

Identificar os efeitos dinâmicos da política fiscal na produção é difícil. Há dificuldades de identificação, e os efeitos geralmente diferem dependendo do estado da economia, da composição do ajuste fiscal, da natureza temporária ou permanente das medidas, e da resposta da política monetária.

Em grande parte resultantes dessas dificuldades, as estimativas empíricas dos multiplicadores fiscais\* variaram amplamente antes da crise (por exemplo, ver Spilimbergo, Symansky e Schindler, 2009). No início da crise, alguns pesquisadores e formuladores de políticas alegaram que os efeitos de um nível de confiança positivo (por parte do setor privado) poderiam neutralizar os efeitos mecânicos adversos dos cortes nos gastos ou nos aumentos da produção e levar a uma “consolidação fiscal expansionista”. Outros argumentaram que, em uma situação de intermediações financeiras debilitadas e consequente contração nos empréstimos para empresas e famílias, aliada ao fato de que a política monetária estava enfrentando uma armadilha

---

\* N.E.: Multiplicador fiscal é um índice que mede os efeitos dos gastos do governo (em outras palavras, da política fiscal) sobre o nível de renda subsequente do país.

de liquidez (quando a autoridade monetária não pode estimular a economia com os instrumentos tradicionais porque a taxa de juros básicos está próxima de zero), os multiplicadores eram susceptíveis de ser maiores do que em tempos normais.

A larga extensão da resposta da política fiscal aos efeitos danosos da crise estimulou novas pesquisas (ver, por exemplo, os artigos em *American Economic Journal: Economic Policy* 4, no.2, 2012). Embora ainda seja um assunto sujeito a algum debate, os fatos provam que os multiplicadores têm sido maiores do que em épocas normais, principalmente no início da crise (Blanchard e Leigh, 2013), com poucas evidências de efeitos no nível de confiança (Perotti, 2011). Além dessa conclusão, todavia, muitas perguntas permanecem sem respostas — particularmente, os efeitos diferenciais, se é que há algum, das consolidações baseadas em cortes de gastos em vez de no crescimento das receitas.

Nas entrelinhas do debate sobre os multiplicadores há a questão da velocidade ótima da consolidação fiscal (com alguns nos Estados Unidos realmente discutindo por mais estímulos fiscais). Na verdade, para muitos países afetados severamente pela crise, o ritmo da consolidação não tem sido matéria para livre escolha; ao revés, tem sido imposta a eles pelas pressões de mercado. De fato, as variações entre os países quanto à velocidade do ajuste tem sido explicada, em boa parte, pelas diferenças dos rendimentos dos títulos soberanos.

Conceitualmente, em nações que têm algum espaço fiscal, a questão é como passar do primeiro momento para os seguintes, ou seja, como trocar os efeitos adversos de curto prazo no crescimento, decorrentes da rapidez da consolidação, pelo decréscimo dos riscos provenientes do menor nível da dívida ao longo do tempo. (O argumento de que estímulos fiscais podem mais do que pagar a si mesmos e, desse modo, diminuir os níveis da dívida, parece ser tão fraco quanto o argumento precedente de que a consolidação fiscal poderia aumentar a produção no curto prazo). Porém, por causa da relevância dos equilíbrios múltiplos, e nosso pobre conhecimento sobre o comportamento dos investidores em tal contexto, esses riscos são difíceis de avaliar em qualquer grau de precisão. Destarte, uma vez que a consolidação fiscal faz-se necessária, o ritmo pelo qual deve acontecer continuará a ser assunto para muitas discordâncias.

Nesse cenário, alguns princípios mais amplos devem, ainda, ser considerados, tal como foi articulado em várias publicações do FMI (Cottarelli e Viñals, 2009; Blanchard e Cottarelli, 2010; FMI, 2010; Mauro, 2011; FMI *World Economic Outlook*, vários assuntos; FMI *Fiscal Monitor*, vários assuntos). Tendo em vista que a distância a ser coberta antes da dívida recuar a níveis controláveis, e levando em conta a necessidade de tranquilizar os investidores e o público em geral sobre a solidez das finanças públicas, a consolidação fiscal deveria ser incorporada em um plano crível, de médio prazo. O plano deveria incluir introduções precoces de algumas reformas

— tais como o aumento da idade de aposentadoria — cuja vantagem é desarmar as pressões maiores advindas das despesas relacionadas à idade embora não reduzindo a demanda agregada no futuro próximo.

A necessidade de controlar a dívida também atraiu um interesse renovado nas regras fiscais. Muitos países, especialmente na zona do euro, introduziram planos de ajustes fiscais de médio prazo e reforçaram seus comprometimentos com as regras fiscais. Por exemplo, Alemanha, Itália e Espanha recentemente reformaram suas constituições para incluir um compromisso de redução da estrutura do deficit para zero ou próximo a zero até datas específicas, tudo dentro de alguns poucos anos. De maneira geral, muitas das novas regras fiscais têm sido adotadas e aquelas preexistentes foram reforçadas em resposta à crise, tanto nas economias desenvolvidas quanto nas economias dos mercados emergentes (Schaechter et al. 2012). As evidências a respeito dos planos de ajuste fiscal de médio prazo demonstram que uma ampla gama dos choques — especialmente aqueles que impactam o crescimento econômico — têm o potencial de inviabilizar sua implementação (Mauro, 2011; Mauro e Villafuerte, 2013). Isso realça a potencial importância de ser claro, introduzindo mecanismos para lidar com tais choques, permitindo, assim, alguma flexibilidade enquanto preserva a credibilidade nos objetivos da consolidação de médio prazo. Exemplos de mecanismos úteis incluem limites plurianuais de gastos; exclusão de itens cíclicos (por exemplo, benefícios para o desemprego), de itens não discricionários (por exemplo, pagamentos de juros), ou de itens fiscalmente neutros (por exemplo, projetos financiados pela União Europeia); ou o uso de metas ciclicamente ajustáveis que permitem aos estabilizadores automáticos\* operar em resposta às flutuações cíclicas.

#### **D. Podemos Fazer Melhor Do Que Estabilizadores Automáticos?**

De modo semelhante, se a preocupação for o crescimento da produção no curto prazo, demandas privadas mais fracas (doméstica ou estrangeira) deveriam solicitar uma consolidação fiscal mais demorada. Esse argumento levou diversos países a mudar de metas fiscais nominais para estruturais, de modo a deixar os estabilizadores automáticos funcionarem.

Isso remete à questão levantada em nosso artigo anterior. Ainda que permitir que os estabilizadores automáticos funcionem seja melhor do que não fazê-lo, é improvável que os estabilizadores consigam entregar a resposta da política fiscal cíclica ideal. Em primeiro lugar, o argumento mais usado, de que os efeitos dos estabilizadores automáticos sobre as dívidas são anulados ao longo do tempo se aplica apenas na

---

\*N.E.: Tratam-se de políticas e programas concebidos para compensar flutuações na atividade econômica de uma nação sem intervenção por parte do governo ou dos formuladores de políticas econômicas. Os estabilizadores automáticos mais conhecidos são o seguro-desemprego e os programas de assistência social. Sua função é estabilizar os ciclos econômicos e sendo acionados automaticamente sem a intervenção explícita do governo.

extensão em que os movimentos produtivos são temporários. Esse pode não ser o caso. Tal como discutido na seção III, não está claro, por exemplo, o quanto da recente queda da produção (relativamente à tendência) é temporária ou permanente. Em segundo lugar, a força integral dos estabilizadores automáticos varia de país para país, e depende de escolhas sociais — sobre o tamanho do governo, bem como das estruturas de impostos e gastos — que foram feitas com base em objetivos outros que não a política fiscal cíclica. Desse modo, a força dos estabilizadores automáticos pode ser ou insuficiente, ou excessiva.

Nosso artigo anterior perguntava por que não desenhar estabilizadores melhores (Blanchard, dell’Ariccia e Mauro, 2010)? Por exemplo, em países nos quais os estabilizadores automáticos foram considerados muito fracos, propostas para mudanças automáticas nos impostos ou nas políticas de gastos são atraentes. Exemplos incluem investimentos cíclicos nos créditos tributários, ou cortes de impostos, previamente aprovados, que entrariam em vigor se, digamos, a criação de empregos cair abaixo de um certo limite durante alguns trimestres consecutivos. Talvez porque o foco da política seja a consolidação, em vez de no uso de fato da política fiscal, tenha havido, até onde nós sabemos, pouca exploração analítica (uma exceção é McKay e Reis, 2012) e, essencialmente, nenhuma compreensão operacional de tais mecanismos.

### III. Instrumentos Macropрудenciais

Uma das lições desprovidas de ambiguidade da crise é que perigosos desequilíbrios podem proliferar sob uma superfície macroeconômica aparentemente tranquila. A inflação pode estabilizar-se e a produção alcançar seu potencial, mas as coisas ainda podem não estar bem. Os *booms* setoriais podem levar a uma situação de produção insustentável — por exemplo, excesso de investimentos em imóveis residenciais. Ou os riscos financeiros elevam-se em decorrência da maneira pela qual a atividade real se baseia (por exemplo, alto grau de alavancagem das instituições financeiras, endividamento familiar exagerado, descasamento entre entradas e saídas de recursos do sistema bancário ou o ato de recorrer a produtos extrapatrimoniais vinculados a riscos maiores). Para piorar, os efeitos desses desequilíbrios podem ser altamente não lineares. Um processo de expansão gradual e recorrente pode ser seguido por um declínio abrupto e doloroso, com enormes consequências no bem-estar social.

Para além do desejável fortalecimento da supervisão preventiva do setor financeiro, o que mais pode ser feito para evitar que tais problemas voltem a ocorrer ou para atenuar seu impacto? Políticas monetárias e fiscais não são as melhores ferramentas para direcionar esses desequilíbrios (ao menos como uma primeira linha de defesa). A política monetária tem um alcance demasiado amplo para lidar de modo eficiente com *booms* setoriais ou riscos financeiros. Medidas fiscais podem ser mais objetivas, mas a defasagem temporal e os problemas de política econômica limitam sua

utilidade. Essas deficiências levaram ao crescimento do interesse por “instrumentos macroprudenciais” mais direcionados (ver Borio e Shim, 2007 para uma discussão prévia). O uso potencial desses instrumentos constituiu-se no tema principal de nossa primeira conferência, e tem se revelado um campo fértil de pesquisa desde o início da crise (por exemplo, BCE, 2012). Agora que algumas dessas ferramentas foram adotadas na prática, entendemos melhor seus efeitos e limitações. Mas há, ainda, um longo caminho até saber como usá-las de forma confiável. São escassas as evidências empíricas sobre a eficácia de tais medidas, e a maneira como funcionam e interagem com outras políticas provavelmente dependerá das instituições e da estrutura específica do setor financeiro de cada país.

Entre os aspectos conceituais que precisam ser resolvidos está a articulação entre as regulamentações macro e microprudenciais, e entre as políticas macroprudenciais e monetária. É o que faremos a seguir.

### **A. Como Compatibilizar Política Macroprudencial e Regulamentação Microprudencial?**

A regulamentação microprudencial tradicional é, por natureza, de equilíbrio parcial. Como resultado, não são suficientemente levadas em conta as interações entre as instituições financeiras, e entre o setor financeiro e a economia real. A situação financeira e patrimonial de um determinado banco pode ter implicações muito diferentes quanto ao risco sistêmico em função da condição dos outros (e suas interconexões), e do estado da economia como um todo. Assim, a regulamentação prudencial tem que acrescentar uma dimensão macro e sistêmica no foco tradicional baseado na instituição. Os índices regulatórios (ferramentas de avaliação prudencial, como, por exemplo, índices de adequação de capital e liquidez dos bancos) devem refletir o risco não apenas isoladamente, mas no contexto das interconexões no setor financeiro e, também, espelhar o estado da economia.

Essas considerações sugerem que as funções micro e macroprudenciais deveriam estar sob o mesmo teto. Entretanto, considerações de política econômica favorecem a manutenção das duas funções sob a responsabilidade de duas agências distintas. Diversos aspectos da regulamentação (por exemplo, o grau de competição bancária, políticas de facilitação do acesso ao crédito ou que determinam a participação de bancos estrangeiros) podem ser politicamente difíceis de serem delegados a uma agência independente. Já a função macroprudencial, ao contrário, assemelha-se à política monetária (com algumas advertências destacadas abaixo): tarefas impopulares, tais como remar contra a maré durante um *boom* de crédito são, provavelmente, mais bem executadas por uma agência independente. Nessa situação, uma configuração alternativa poderia ser implementada, encarregando a autoridade macroprudencial do gerenciamento cíclico de certas medidas cautelares, e deixando o restante para o regulador microprudencial. (Esta é a abordagem adotada no Reino Unido, onde o

Comitê de Política Financeira do Banco da Inglaterra poderá diversificar os índices de adequação de capital a serem aplicados pelos reguladores microprudenciais).

## **B. De Quais Ferramentas Macroprudenciais**

### **Dispomos, e Como Elas Funcionam?**

Grosso modo, pode-se classificar as ferramentas macroprudenciais nas seguintes categorias: (1) ferramentas buscando influenciar o comportamento dos fornecedores de empréstimos, tais como requisitos de capital cíclico (relação capital/ativos bancários que varia em função dos ciclos econômicos), níveis de alavancagem ou provisionamento dinâmico\*; (2) ferramentas focando no comportamento dos tomadores de empréstimos, tais como os níveis de cobertura (garantia) para empréstimos ou a proporção do comprometimento da renda para honrar o serviço da dívida; e (3) ferramentas de gerenciamento de fluxos de capital.

**Índices de Capital Cíclico e Provisionamento Dinâmico** A lógica dos requisitos de capital cíclico é simples: ela força os bancos a segurar capital em tempos bons (principalmente durante os *booms*) de modo a criar um colchão protetor contra as perdas em tempos ruins. Em princípio, tais requisitos podem suavizar um *boom* ou limitar de antemão a expansão do crédito, assim como mitigar os efeitos adversos de uma contração posterior. Um provisionamento dinâmico pode fazer o mesmo, ao induzir os bancos a criar um amortecedor quando a conjuntura é favorável para ajudar a lidar com as perdas se e quando os tempos ruins vierem.

Na prática, contudo, a implementação não é tão simples. Primeiro vem a questão do perímetro regulatório. Os requisitos exigidos dos bancos podem ser contornados através do recurso a intermediários não bancários, bancos estrangeiros e operações extrapatrimoniais. As agências reguladoras podem se ver na contingência de alargar o perímetro regulatório na medida em que os participantes do mercado concebem novas e inventivas maneiras de escapar de sua abrangência. Em segundo vem a questão prática de em quais medidas de ciclicidade de requisitos deveriam se basear: o ciclo econômico, a expansão do crédito — como sugerido nos Acordos de Basileia III (conjunto de propostas de regulamentação bancária) —, dinâmicas de preço de ativos, (tipicamente no mercado imobiliário)? Em terceiro lugar, a prociclicidade (veja nota de rodapé no Capítulo 6) não é eficaz se os bancos segurarem o capital em demasia em comparação aos mínimos regulatórios (como geralmente acontece durante os *booms*). Por fim, as circunstâncias de momento tendem a ser um problema também: os reguladores podem considerar politicamente difícil permitir que os bancos reduzam o peso do fator risco em tempos de contração econômica (quando crescem as exigências para a concessão de empréstimos e a situação financeira dos

---

\* N.E.: Trata-se de uma elogiada experiência pioneira implementada pelo banco central espanhol em 2000 que visava adequar a medição do risco de crédito pelo setor bancário, tornando-a menos suscetível a oscilações decorrentes dos ciclos econômicos de expansão/contração.



bancos está fragilizada). No passado, em certa medida, os reguladores tiveram êxito nisso, mediante práticas informais de tolerância. Uma abordagem mais transparente pode ser mais difícil de se vender ao público (vale lembrar o clamor contra a excessiva alavancagem dos bancos na esteira da crise). Isso exige uma abordagem baseada em regras e um formulador de política econômica independente. (Não obstante, dados os problemas já descritos e as questões de política econômica discutidas em um parágrafo anterior, abordagens baseadas em regras têm lá suas próprias dificuldades.)

Essas ferramentas funcionam? As evidências são contraditórias (ver Saurina, 2009; Crowe et al. 2011; Dell’Ariccia et al. 2012). Requisitos mais rígidos de capital e provisionamento dinâmico normalmente não têm freado o crédito e os *booms* do mercado imobiliário. Mas, em numerosos casos, elas parecem ter reprimido o crescimento de determinadas classes de empréstimos (tais como empréstimos denominados em moeda estrangeira), sugerindo que tais eventos teriam sido ainda mais pronunciados caso nada tivesse sido feito. Adicionalmente, lembre-se que, em alguns casos, aquelas medidas se constituíram em importantes amortecedores das perdas dos bancos e auxiliaram a conter os custos fiscais da crise (Saurina, 2009).

**Níveis de Cobertura e Comprometimento de Renda** A capacidade de cobertura (ou garantias oferecidas) e o comprometimento da renda até determinado ponto são condições requeridas para prevenir vulnerabilidades do lado do tomador de um empréstimo. Em períodos de recessão econômica, elas podem, potencialmente, reduzir as falências bancárias e os processos de execução de dívidas, minimizando as consequências macroeconômicas negativas.

Novamente, a implementação é um desafio. Para começar, essas medidas são difíceis de serem aplicadas para além do setor de construção de imóveis residenciais. E, depois, tentativas de contorná-las podem implicar em custos significativos. Em particular, podem resultar em passivos cuja resolução, em épocas recessivas, é muito mais complicada (por exemplo, os limites do LTV — sigla, em inglês, do índice de cobertura — podem levar ao uso generalizado de uma segunda garantia hipotecária, o que se torna um grande obstáculo para a reestruturação da dívida se ocorrer uma recessão na economia). Esse fenômeno pode envolver uma mudança nos riscos não apenas através dos produtos derivados dos financiamentos hipotecários, mas também fora do perímetro regulatório mediante a expansão do crédito por instituições não bancárias, por instituições financeiras menos regulamentadas e por bancos estrangeiros (o que pode resultar no aumento da defasagem cambial à medida que cresce a proporção dos empréstimos denominados em moeda estrangeira). Efeitos colaterais indesejados também podem surgir pela extensão em que a valorização do imóvel residencial for utilizada como garantia colateral em empréstimos comerciais (por exemplo, por proprietários de pequenos negócios).



Entretanto, as limitadas evidências empíricas existentes sugerem que essas são medidas promissoras. Por exemplo, durante episódios de rápido crescimento dos preços dos imóveis, os limites do LTV e do DTI (sigla, em inglês, do índice de comprometimento da renda) parecem reduzir a incidência de *booms* de crédito e diminuir a probabilidade de angústia financeira (grande dificuldade de honrar as dívidas) por estarem abaixo do crescimento nominal que acompanha o *boom* (ver Crowe et al., 2011; Dell’Ariccia et al., 2012).

**Controles de Capital** Controles de capital (aos quais o FMI se refere como “ferramentas de gestão do fluxo de capitais”) visam os riscos provenientes dos fluxos de capitais voláteis. Apesar de terem uma longa história, seu uso é controverso. Nos últimos anos, o FMI tem argumentado que, se as políticas macroeconômicas são apropriadas, e se os fluxos têm um impacto adverso na estabilidade financeira ou macroeconômica, o uso de tais ferramentas pode ser indicado, normalmente em combinação com outras ferramentas macroprudenciais (Ostry et al., 2010; FMI, 2012b). Os argumentos são semelhantes àqueles desenvolvidos nas primeiras discussões sobre a racionalidade das intervenções cambiais. Controles de capital e a intervenção cambial são, ao mesmo tempo, complementares e substitutos: complementares porque o controle de capital diminui a elasticidade dos fluxos relativamente às taxas relativas de retorno, tornando, assim, a intervenção cambial mais forte; e substituto porque ambos podem ser usados para influenciar a taxa de câmbio. Uma vantagem dos controles de capital, comparada à intervenção cambial, é que eles podem objetivar um fluxo específico, porém, exatamente porque os controles são direcionados, também ficam mais expostos a ações evasivas (por exemplo, quando os fluxos são oportunisticamente reclassificados para tal finalidade).

Porque os controles capitais foram usados diversas vezes no passado, as evidências de seus efeitos são mais abundantes, no entanto, ainda assim, surpreendentemente inconclusivas (Ostry et al., 2010). Uma conclusão bastante comum é a de que os controles afetam a composição dos fluxos mas não o nível deles; isso, entretanto, parece improvável, dada a especialização dos diferentes tipos de investidores. Se os controles de capital diminuem os fluxos de curto prazo, não será crível que sejam substituídos, um a um, por fluxos de longo prazo. As primeiras leituras sobre as experiências do Brasil, que tributou as entradas de capital durante a atual crise, variando tanto a taxa de juros quanto sua abrangência ao longo do tempo, são contraditórias: a despeito de alguma proteção, a medida parece ter desacelerado as entradas e limitado a apreciação da taxa de câmbio (para duas visões a respeito, ver Jinjara, Noy e Zheng, 2012; Chamon e Garcia, 2013).

### **C. Como Compatibilizar Políticas Monetárias e Macroprudenciais?**

Se as ferramentas macroprudenciais terão um papel importante no futuro, uma questão central é a forma como as políticas macroprudenciais e monetárias interagem: de um lado, uma política de taxas de juros baixas afeta o comportamento dos mercados financeiros, levando a um potencial risco excessivo. As ferramentas macroprudenciais, por outro lado, influenciam a demanda agregada através de seu efeito no custo do crédito.

Em teoria, se ambas as políticas funcionarem perfeitamente — isto é, se puderem ser usadas para alcançar a estabilidade macroprudencial e financeira por completo — então, a estabilidade macroeconômica pode ser deixada sobre a responsabilidade da autoridade monetária e a estabilidade financeira aos cuidados da autoridade macroprudencial. Se uma mudança de postura da política monetária levar a um excessivo crescimento (ou decréscimo) do risco, as ferramentas macroprudenciais poderiam ser ajustadas de acordo. De igual forma, a política monetária poderia compensar qualquer declínio da demanda agregada associado a um aperto nas condições macroprudenciais.

Na prática, todavia, ambas as ferramentas não funcionam perfeitamente. Por conta disso, uma política não pode se omitir em relação às limitações da outra. Na extensão em que as ferramentas macroprudenciais funcionam precariamente, a política monetária necessita levar em consideração a estabilidade financeira, tal como discutido na seção de política monetária. Igualmente, quando a política monetária não está disponível para lidar com a condição particular de um determinado país (tal como a utilização de uma moeda comum por um grupo de países ou taxas de câmbio atreladas a uma moeda estrangeira), as ferramentas macroprudenciais precisam contribuir para o gerenciamento da demanda agregada (para discussões adicionais, ver FMI, 2012c).

Em princípio, a coordenação entre as duas autoridades pode solucionar esse problema; porém, é muito provável que cada uma delas se preocupe primeiramente com seu próprio objetivo. Se esse for o caso, agências separadas com diferentes poderes e mandatos (um banco central, muito parecido com aqueles que temos agora, no comando da política monetária e comprometido com a estabilidade dos preços e da produção; e uma autoridade financeira encarregada da política macroprudencial e comprometida com a estabilidade financeira de um ponto de vista macro), estabelecendo, de forma autônoma, as políticas monetária e macroprudencial, normalmente não agirão coordenadamente para alcançar uma boa solução. Por exemplo, na recessão, o banco central pode iniciar um processo agressivo de cortes na taxa básica de juros para estimular a demanda. Preocupados com os efeitos do relaxamento da política monetária na tomada de riscos, a autoridade financeira pode

reagir endurecendo a regulamentação macroprudencial. Antecipando essa resposta e seu efeito contracionista na demanda, o banco central pode reduzir ainda mais as taxas de juros. E assim por diante. O resultado é uma política mista, de taxas de juros muito baixas e medidas macroprudenciais muito rígidas, em comparação à que uma solução coordenada poderia conseguir.

A solução óbvia, no papel, para esse problema, é a consolidação: colocar tudo sob o mesmo teto, o que é, provavelmente, o melhor quadro. De fato, além dos argumentos já colocados, encarregar o banco central do manejo das ferramentas micro e macroprudenciais lhe proporciona o acesso a informações úteis para a condução da política monetária (ver, por exemplo, Coeure, 2013; ver Jácome, Nier e Imam, 2012, para uma discussão sobre arranjos institucionais na América Latina). Ainda assim, tal como para a consolidação das políticas micro e macroprudenciais, há também custos associados a esses arranjos.

Em primeiro lugar, na medida em que as ferramentas macroprudenciais não funcionam bem, um banco central com mandato dual terá dificuldade em convencer o público de que continuará combatendo a inflação (ancorando, assim, as expectativas) se e quando houver conflito com outro objetivo. (Este foi um dos argumentos usados anteriormente para retirar dos bancos centrais a supervisão prudencial e transferi-la para as autoridades encarregadas de promover a estabilidade financeira.)

Em segundo lugar, e talvez o aspecto mais crítico, a consolidação levanta problemas de política econômica. A independência do banco central (alcançada através da terceirização de metas operacionais para tecnocratas não eleitos) foi facilitada por haver um objetivo claro (inflação) e ferramentas operacionais relativamente simples (operações no mercado aberto e política de juros.) A natureza mensurável dos objetivos permitia uma fácil atribuição de responsabilidade, o que, por sua vez, tornou a independência operacional politicamente aceitável. Já os propósitos da política macroprudencial são pouco nítidos e mais difíceis de se medir, por diversas razões. Primeiro, porque há uma série de objetivos intermediários de naturezas diversas: expansão do crédito, alavancagem, valorização de ativos, e assim por diante. Segundo, está a questão de compreender a relação entre os objetivos macroprudenciais e de estabilidade financeira. Terceiro, definir estabilidade financeira e identificar seus níveis desejados é algo difícil; uma longa vigência da política de juros pode ser defendida após os fatos, demonstrando que a inflação está próxima da meta e que, caso as medidas não tivessem sido tomadas, ela seria indiscutivelmente maior, ao passo que um aperto nas medidas macroprudenciais preventivas de uma crise financeira, efetuado *a posteriori*, poderia ser objeto de críticas contundentes com o argumento de que seriam inócuas. Quarto, o fato de a ferramenta macroprudencial ser direcionada implica que seu uso pode fazer crescer uma forte e focada oposição

política. Por exemplo, famílias jovens podem opor-se frontalmente a um decréscimo do limite máximo do LTV. Graças a essas características, a independência da política macroprudencial é uma tese frágil, difícil de ser sustentada. E os que se opõem à ideia de uma autoridade centralizada se preocupam que interferências políticas na política macroprudencial possam minar a autonomia da política monetária. (Novamente, o Reino Unido pode ter apontado o caminho, ao criar um Comitê de Política Monetária e o comitê de Política Financeira, ambos no Banco da Inglaterra).

#### **IV. Conclusões**

Voltando à questão levantada no início da discussão, e a despeito do significativo progresso das pesquisas e das experimentações políticas nos últimos dois anos, os contornos da futura política macroeconômica permanecem vagos. Os papéis relativos das políticas monetária, fiscal e macroprudencial ainda estão em processo de definição. Podemos ver duas estruturas alternativas em desenvolvimento: em um extremo, menos ambicioso, um retorno a objetivos inflacionários flexíveis poderia ser previsto, com um uso restrito da política fiscal para fins de estabilidade macroeconômica, e a limitação do uso de instrumentos macroprudenciais quando eles se provarem difíceis ou politicamente onerosos. No outro extremo, mais ambicioso, os bancos centrais poderiam encarar a possibilidade de um amplo mandato macroeconômico e de estabilidade financeira, valendo-se de diversos instrumentos monetários e macroprudenciais, em conjunto com a aplicação mais ativa das ferramentas de política fiscal. É mais provável que o ponto onde chegamos seja fruto de dolorosa experimentação, mas com a expectativa de obtenção de resultados mais bem-sucedidos.

#### **Observação**

Este artigo foi escrito como pano de fundo para a conferência “Rethinking Macroeconomic Policy II”, patrocinado pelo Fundo Monetário Internacional, em Washington, D.C, de 16 a 17 de abril de 2013. Nós agradecemos a George Akerlof, Markus Brunnermeier, Olivier Coibion, Jorg Decressin, Avinash Dixit, Chris Erceg, Josh Felman e Jonathan Ostry pelos comentários e sugestões tão úteis.

## Referências

- Akitoby, Bernardin, Takuji Komatsuzaki e Ariel Binder. A ser publicado. “Inflation and Public Debt Reduction in the G7 Economies”. Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.
- Ball, Laurence. 2013. “The Case for Four Percent Inflation”. Manuscrito, Departamento de Economia, Universidade Johns Hopkins, Baltimore.
- Bernanke, Ben. 2011. “The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice”. Palestra de abertura do Federal Reserve Bank of Boston’s 56th Economic Conference, “Long-Term Effects of the Great Recession”, Boston, 18 a 19 de outubro.
- Blanchard, Olivier e Carlo Cottareli, 2010. “Ten Commandments for Fiscal Adjustment in Advanced Economies”. Blog do FMI, 24 de junho. <http://blog-imfdirect.imf.org/2010/06/24/ten-commandments-for-fiscal-adjustment-in-advanced-economies>.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia e Paolo Mauro. 2010. “Rethinking Macroeconomic Policy”. *Journal of Money, Credit and Banking* 42: 199-215.
- Blanchard, Olivier e Daniel Leigh. 2013. “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers.” Working Paper do FMI 13/1, Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.
- Blanchard, Olivier, David Romer, Michael Spence e Joseph Stiglitz. 2012. *In the Wake of the Crisis*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Borio, Claudio e Ilhyock Shim. 2007. “What Can (Macro-)prudential Policy Do to Support Monetary Policy?” BIS Working Paper 242, Bank of International Settlements, Basel.
- Chamon, Marcos e Marcio Garcia. 2013. “Capital Controls in Brazil: Effective?” Discussion Paper 606, Departamento de Economia, PUC-Rio, Rio de Janeiro.
- Coeure, Benoit. 2013. “Monetary Policy and Banking Supervision”. Discurso no Institute for Monetary and Financial Stability, Universidade Goethe, Frankfurt, 7 de fevereiro.
- Cottareli, Carlo e José Viñals. 2009. “A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies.” Staff Position Note do FMI 09/22, Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.
- Crowe, Chris, Giovanni Dell’Ariccia, Deniz Igan e Pau Rabanal. 2011. “Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Real Estate Booms.” Staff Discussion Note do FMI 11/2, Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, Luc Laeven e Hui Tong, com Bas Bakker e Jérôme Vandenbussche. 2012. "Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms." Staff Discussion Note do FMI 12/6, Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Banco Central Europeu (ECB). 2012. "Report on the First Two Years of the Macro-Prudential Research Network." Frankfurt, Banco Central Europeu, outubro. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/macprudentialresearchmentnetworkreport201210en.pdf>.

Fahri, Emmanuel e Jean Tirole. 2012. "Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts." *American Economic Review* 102 (1):60-93.

Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache e Brian Sack. 2011. "The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases." *International Journal of Central Banking* 7 (1): 3-43.

Fundo Monetário Internacional (FMI). 2008. "The Changing Housing Cycle and the Implication for Monetary Policy", cap. 3 em *World Economic Outlook*. Staff Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C. Washington, D.C.

Fundo Monetário Internacional (FMI). 2010. "Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World." Fiscal Affairs Department Paper 10/04. Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Fundo Monetário Internacional (FMI). 2012a. *Fiscal Transparency: Accountability and Risk*. Fiscal Affairs Department em colaboração com o Departamento de Estatísticas, Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Fundo Monetário Internacional (FMI). 2012b. *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*. Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Fundo Monetário Internacional (FMI). 2012c. *The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies*. Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Fundo Monetário Internacional (FMI). 2013. "The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was Just Sleeping?", cap.3 em *World Economic Outlook*. Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Irwin, Timothy. 2012. "Accounting Devices and Fiscal Illusions." Staff Discussion Note do FMI 12/02. Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Jácome, Luis I., Erlend W. Nier, e Patrick Imam. 2012. "Building Blocks for Effective Macroprudential Policies in Latin America: Institutional Considerations." Working Paper do FMI 12/183. Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Jinjarak, Yothin, Ilan Noy e Huanhuan Zheng. 2012. "Capital Controls in Brazil: Stemming a Tide with a Signal?" Working Paper, Escola de Economia e Finanças, Victoria, Universidade de Wellington, NZ.

King, Mervyn, 2012. “Twenty Years of Inflation Targeting.” Stamp Memorial Lecture, London School of Economics, Londres, 9 de outubro.

Mauro, Paolo, ed. 2011. *Chipping Away at Public Debt: When Do Fiscal Adjustment Plans Fail? When Do They Work?* Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Mauro, Paolo e Mauricio Villafuerte. 2013. “Past Fiscal Adjustments: Lessons from Failures and Successes.” *IMF Economic Review* 61 (2): 379-404.

McKay, Alisdair e Ricardo Reis, 2012. “The Role of Automatic Stabilizers in the US Business Cycle.” Manuscrito, Departamento de Economia, Universidade de Boston, Boston, e Departamento de Economia, Universidade de Colúmbia, Nova York.

Mishkin, Frederic. 2010. “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis.” Artigo apresentado no Central Banking Conference do BCE, “Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis,” Frankfurt, 18 a 19 de novembro.

Ostry, Jonathan David, Atish R. Ghosh e Marcos Chamon. 2012. “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies.” Staff Discussion Note do FMI 12/01, Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Ostry, Jonathan, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi e Annamaria Kokenyne. 2010. “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?” Staff Discussion Note do FMI 11/06, Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Ostry, Jonathan, Atish Ghosh e Anton Korinek. 2012. “Multilateral Aspects of Managing the Capital Account.” Staff Discussion Note do FMI 12/10, Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Perotti, Roberto. 2011. “The ‘Austerity Myth’: Gain Without Pain?” NBER Working Paper 17571, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Reinhart, Carmen M., e M. Belen Sbrancia. 2011. “The Liquidation of Government Debt.” NBER Working Paper 16893, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Saurina, Jesus. 2009. “Dynamic Provisioning: The Experience of Spain.” Crisis Response Note 7, Banco Mundial, Washington. D.C.

Schaechter, Andrea, Tidiane Kinda, Nina Budina e Anke Weber. 2012. “Fiscal Rules in Response to the Crisis: Toward the ‘Next-Generation’ Rules — A New Dataset.” Working Paper do FMI 12/187, Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C.

Spilimbergo, Antonio, Steven A. Symansky e Martin Schindler. 2009. “Fiscal Multipliers.” Staff Position Note do FMI 2009/11. Fundo Monetário Internacional, Washington, DC.

Svensson, Lars. 2009. “Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis.” Discurso proferido no De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 21 de setembro.

Woodford, Michael. 2012. “Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound.” Artigo apresentado no Simpósio Jackson Hole, “The Changing Policy Landscape,” 31 de agosto a 1 de setembro.