

# ECONOMIA CONVERSADA

---

*Pra não economistas  
(e também economistas)*

VOLUME II  
Macroeconomia



ALBERTO ADES

# SUMÁRIO

Introdução.....	ix
<b>VII.....</b>	<b>1</b>
A macroeconomia e sua relação com a microeconomia.....	2
Sobre inventários e fluxos.....	4
PBI: definição, componentes, cálculo e limitações como medida de bem-estar.....	7
As identidades contábeis e sua importância.....	13
<i>Bônus</i> : Déficits gêmeos.....	20
Teorias que explicam o consumo privado.....	24
Teorias que explicam o investimento privado.....	26
Teorias que explicam o saldo externo líquido.....	30
<i>Sinopse do Capítulo VII</i> .....	39
<b>VIII.....</b>	<b>41</b>
Fatores que impulsionam o crescimento a longo prazo.....	42
Teorias que explicam o crescimento econômico.....	44
Capital humano, inovação e crescimento econômico.....	47
Entrevista com Ed Glaeser sobre urbanização e inovação.....	51
A demografia.....	56
A desigualdade.....	59
Diamond versus Acemoglu: os motores do desenvolvimento econômico.....	65
Entrevista com Andrei Shleifer sobre a teoria do grande impulso.....	72
<i>Bônus</i> : palestra sobre economia e desenvolvimento.....	78
<i>Sinopse do Capítulo VIII</i> .....	85

<b>IX</b> .....	87
Crescimento de longo prazo versus ciclo econômico .....	88
Teorias que explicam o ciclo econômico .....	90
Tipos, causas e consequências do desemprego .....	94
Medição do desemprego e da participação laboral .....	97
O funcionamento do mercado de trabalho .....	101
Impostos sobre o trabalho e encargos trabalhistas.....	106
A lei de Okun.....	109
Marshall e Keynes debatem sobre o ciclo econômico.....	112
<i>Bônus</i> : Caballero e Hammour sobre recessões purificadoras .....	117
<i>Sinopse do Capítulo IX</i> .....	121
<b>X</b> .....	123
O que é a moeda e quais são as suas funções? .....	124
Entrevista com David Hume sobre o dinheiro.....	128
Inflação e deflação .....	132
Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e Índice de Preços ao Produtor (IPP).....	137
Inflações crônicas, altas e hiperinflações.....	140
Os salários nominais e reais.....	142
Entrevista com A.W. Phillips sobre desemprego e inflação .....	144
A curva de Beveridge e sua relação com a curva de Phillips.....	148
Entrevista com Bob Lucas sobre suas contribuições à teoria econômica.....	150
A inflação como fenômeno monetário .....	154
Inflação de custos: a crise petrolífera da década de 1970 e a pandemia da COVID-19.....	158
Debate entre Larry Summers e Paul Krugman sobre a inflação.....	162
<i>Bônus</i> : Sargent e Cochrane discutem as fontes da inflação .....	169
O que são e como funcionam os planos antiinflacionários? .....	173
Controle de preços.....	175
Palestra de Buchanan e Tullock sobre economia política .....	178
<i>Sinopse do Capítulo X</i> .....	183
<b>XI</b> .....	187
O modelo macroeconômico de demanda e oferta agregadas .....	188
Fatores que afetam a demanda agregada e a oferta agregada .....	191
O equilíbrio macroeconômico .....	193

A política fiscal e seus instrumentos.....	196
Efeitos da política fiscal na economia.....	198
O déficit fiscal e a dívida pública.....	201
O gasto público e a (ir)responsabilidade fiscal.....	203
Entrevista com Robert Barro sobre a equivalência ricardiana.....	206
<i>Bônus</i> : Alan Drazen e Guido Tabellini sobre a política fiscal ótima.....	211
Como analisar os títulos de dívida?.....	216
Entrevista com Alberto Alesina sobre ajustes fiscais expansionistas.....	221
Onde se fala de dívidas e calotes.....	224
Entrevista com Christiaan Huygens sobre as regras fiscais.....	229
Sistemas de aposentadoria e sua relação com a dívida pública.....	235
Richard Musgrave fala sobre o federalismo fiscal.....	238
Entrevista com López Murphy sobre o tamanho ideal do Estado.....	244
<i>Sinopse do Capítulo XI</i> .....	251
<b>XII</b> .....	255
Política monetária e Banco Central.....	256
Os instrumentos da política monetária.....	258
A taxa real de juros.....	262
Entrevista com John Taylor sobre sua regra de política monetária.....	265
Regime de metas de inflação: história e funcionamento.....	268
Entrevista com Kydland e Prescott sobre a inconsistência temporal.....	273
Simonsen e Fraga debatem estabilidade, confiança e política econômica.....	276
<i>Bônus</i> : Entrevista com Mankiw sobre o modelo keynesiano IS-LM.....	281
Entrevista com Alan Greenspan e Janet Yellen sobre a Reserva Federal.....	288
Entrevista com Christine Lagarde e Mario Draghi sobre o BCE.....	293
Larry Summers e Stephanie Kelton debatem a MMT.....	297
<i>Sinopse do Capítulo XII</i> .....	303
<b>Glossário</b> .....	305
<b>Grandes Economistas da História</b> .....	319
<b>Agradecimentos</b> .....	325
<b>Bibliografia</b> .....	327
<b>Marcas Mencionadas</b> .....	331



## A macroeconomia e sua relação com a microeconomia

*Sócrates e Glauco passeiam pela Acrópole, enquanto a vasta paisagem de Atenas se estende aos seus pés. Glauco reflete, ao caminhar, sobre as diferentes formas pelas quais os economistas estudam as atividades humanas e busca compreender melhor os conceitos fundamentais da economia.*

*Glauco:* Naquele período, você me comentou que os economistas distinguem entre microeconomia e macroeconomia. Você poderia fazer uma breve revisão das diferenças entre essas duas áreas?

*Sócrates:* Claro. Já conversamos sobre como a microeconomia se concentra no comportamento de indivíduos e empresas em mercados específicos, observando como tomam decisões e como interagem nesses mercados. Por outro lado, a macroeconomia examina o comportamento da economia como um todo, incluindo aspectos como crescimento, inflação e desemprego.

*Glauco:* É isso, e todos os diálogos até agora se concentraram na microeconomia, no comportamento de indivíduos e de empresas, enquanto a macroeconomia oferece uma visão agregada, mostrando de que modo esses detalhes se somam para afetar a economia inteira, não é?

*Sócrates:* Exatamente; ambos os enfoques são essenciais. A microeconomia ajuda a entender a base de cada ação individual, e a macroeconomia permite ver o efeito conjunto, como se olhássemos um tapete inteiro depois de observar cada fio. Como a macroeconomia estuda fenômenos em grande escala, ela também analisa como governos e bancos centrais tomam decisões para influenciar a economia. Por exemplo, os governos podem alterar impostos ou mudar os gastos, enquanto os bancos centrais podem ajustar a oferta de dinheiro ou as taxas de juros para controlar a inflação ou promover o crescimento econômico. Agora, por que é tão importante que essas políticas se baseiem em um bom entendimento de como funcionam os agentes individuais?

*Glauco:* Imagino que, para que uma política econômica funcione bem, os governos precisam entender como vão reagir os consumidores e as empresas. Se não souberem como as pessoas respondem às mudanças nos impostos ou nas taxas de juros, podem aplicar políticas que não alcancem os resultados esperados.

*Sócrates:* Exatamente. É aqui que micro e macroeconomia se entrelaçam. Embora a macroeconomia se ocupe de questões agregadas, é fundamental que ela se baseie em fundamentos microeconômicos sólidos. Não podemos compreender

fenômenos como inflação, desemprego ou crescimento sem entender como indivíduos e empresas tomam suas decisões.

*Glauco:* Entendo. Então, a macroeconomia depende da microeconomia, pois esta permite compreender melhor o comportamento dos indivíduos e como suas decisões afetam a economia como um todo.

*Sócrates:* Exatamente. Eu pergunto: por que a macroeconomia é importante no cotidiano?

*Glauco:* Suponho que seja porque as decisões de política macroeconômica — mudanças nas taxas de juros, nos impostos etc. — afetam a todos. Elas influenciam os preços que pagamos, o trabalho que temos e a capacidade de progredir ao longo do tempo.

*Sócrates:* Correto. A macroeconomia ajuda a entender fenômenos que impactam diretamente nossas vidas, como os ciclos econômicos — períodos de expansão e recessão —, o crescimento econômico, que eleva o nível de vida, e a política monetária, que afeta as taxas de juros e a inflação.

*Glauco:* Você mencionou expansão e recessão nos ciclos econômicos. Poderia explicar um pouco mais esses termos? Não estou certo de entender completamente.

*Sócrates:* São conceitos essenciais. Começemos pela expansão. É a fase do ciclo econômico em que a economia cresce. Nesse período, as empresas produzem mais, há mais empregos e, em geral, os rendimentos das pessoas tendem a subir. É um momento de progresso e otimismo, pois surgem mais oportunidades e a economia está em alta.

*Glauco:* Ah, então a expansão é um “bom momento” para a economia.

*Sócrates:* A recessão é o oposto. É o período em que a produção de bens e serviços se contrai. Durante a recessão, a produção diminui, o emprego tende a cair e muitas pessoas sentem a redução de seus rendimentos. Isso também leva famílias e empresas a reduzirem seus gastos, configurando um momento de ajuste e preocupação.

*Glauco:* Entendo. Surge outra dúvida: se a macroeconomia depende tanto da microeconomia, isso significa que, para melhorar a economia de um país, devemos primeiro mudar o comportamento de indivíduos e empresas?

*Sócrates:* Excelente reflexão. Embora o comportamento individual seja fundamental, as políticas públicas atuais e futuras, juntamente com as instituições,

desempenham um papel chave na sua configuração. As políticas econômicas podem influenciar os incentivos e desincentivos que indivíduos e empresas enfrentam. Por exemplo, impostos mais baixos costumam incentivar o investimento, enquanto uma política monetária estável tende a fomentar a poupança e o planejamento a longo prazo.

*Glauco:* Então, é um círculo. As decisões individuais afetam a economia como um todo, e as políticas macroeconômicas afetam as decisões individuais.

*Sócrates:* É uma interação constante. Por isso, para compreender e melhorar a economia, é preciso estudar tanto a microeconomia quanto a macroeconomia. Ambas oferecem perspectivas diferentes, mas complementares.

*Glauco:* Agora entendo muito melhor a diferença entre macro e microeconomia e como elas se complementam para nos ajudar a compreender o funcionamento de toda a economia.

*Sócrates:* Fico feliz, Glauco, que você tenha esclarecido suas dúvidas. Lembre-se sempre de que, em economia, como em muitos outros campos, é essencial ver tanto a floresta quanto as árvores para ter uma compreensão completa.

## Sobre inventários e fluxos

*Na ágora, sob um céu despejado, Sócrates e Glauco sentam-se em um banco, observando os comerciantes que vão e vêm.*

*Glauco:* Ontem, depois da nossa primeira conversa sobre macroeconomia, ouvi alguns comerciantes debatendo estoques e fluxos. Um deles disse que precisava ampliar seu estoque de trigo para gerar maiores receitas. Mas não entendi muito bem. O que são esses estoques e fluxos? Por que são tão importantes?

*Sócrates:* É uma pergunta fundamental para entender como a macroeconomia é medida e descrita, e uma ótima oportunidade para entrar em detalhes, já que muitos confundem esses conceitos. Antes de continuarmos, que diferença você diria que há entre uma pintura, de um lado, e uma peça de teatro, como as que se apresentam no Teatro de Dioniso?

*Glauco:* Diria que uma pintura captura um momento estático, imóvel, enquanto uma peça de teatro é dinâmica e se desenvolve ao longo do tempo.

## X

Sócrates e Glauco iniciam a conversa abordando a natureza, as funções e a história da moeda, elemento fundamental da economia. No diálogo, exploram um dos fenômenos econômicos mais relevantes e complexos: a inflação. Analisam como se mede esse aumento generalizado dos preços, quais fatores o impulsionam, de que modo a inflação pode se manifestar e como afeta de maneira distinta as economias e as pessoas.

A conversa apresenta ferramentas para compreender o fenômeno, como as curvas de Phillips e Beveridge, que oferecem perspectivas sobre a relação entre inflação, desemprego e vagas de trabalho. Sócrates e Glauco também distinguem as origens monetárias e fiscais da inflação, refletindo sobre como gerir essas interações para preservar a estabilidade econômica.

Sócrates conduz Glauco a compreender profundamente a inflação e as políticas necessárias para combatê-la de forma eficaz.

## O que é a moeda e quais são as suas funções?

*Numa tarde, na ágora de Atenas, Sócrates e Glauco refletem sobre a natureza da moeda, discutindo suas funções — meio de troca, unidade de conta e reserva de valor — e analisando como elas sustentam a economia da pólis.*

*Glauco:* Sócrates, eu gostaria de entender melhor o que é a moeda. Você pode me explicar?

*Sócrates:* Nas conversas que tivemos antes sobre economia, falamos da importância do dinheiro nas transações. A moeda, ou dinheiro, é tudo o que uma sociedade aceita como meio de troca para facilitar o comércio, atuando como intermediário entre compradores e vendedores e eliminando a necessidade da troca direta.

*Glauco:* Usamos moeda na compra e venda de bens e serviços, mas por que ela é tão importante para a economia?

*Sócrates:* Ela é essencial pelas funções que desempenha. Primeiro, como já dissemos, é um meio de troca. Sem moeda, dependeríamos da troca direta, um sistema pouco eficiente. Imagine que você quiser trocar suas maçãs por pão, mas o padeiro não precisa de maçãs, e sim de óleo; isso complicaria a operação, pois você teria que encontrar alguém que aceitasse suas maçãs por óleo e, depois, trocar o óleo por pão. Com a moeda, você vende as maçãs por dinheiro e usa esse dinheiro para comprar o pão. Assim, as trocas ficam mais simples e rápidas.

*Glauco:* Claro. Quais outras funções a moeda tem?

*Sócrates:* Ela também serve como unidade de conta. Isso significa que fornece uma medida padrão para calcular o valor de bens e serviços, facilitando a comparação entre diferentes produtos. Imagine tentar comparar o valor de um livro e de um quilo de pão sem uma medida comum. A moeda permite essa comparação.

*Glauco:* A moeda ajuda a medir o valor das coisas. Ela tem alguma outra função importante?

*Sócrates:* Além disso, funciona como reserva de valor. Isso quer dizer que ela pode preservar seu poder de compra ao longo do tempo, permitindo que economizemos. Quando você guarda dinheiro, pode usá-lo mais tarde para comprar bens e serviços. Contudo, como vimos ao falar de inflação, esse poder pode diminuir se os preços subirem demais.

*Glauco:* Hoje as pessoas estão acostumadas a usar moedas emitidas por governos ou bancos centrais. Os economistas chamam esse tipo de dinheiro de moeda

fiduciária, porque seu valor não está respaldado por bens físicos, como ouro ou prata, mas pela confiança nos emissores. Mas nem sempre foi assim. Você pode me contar o que se usava antes da moeda fiduciária, como ela surgiu e quem a inventou?

*Sócrates:* É verdade; atualmente a maior parte da moeda em circulação é fiduciária, emitida por governos ou bancos centrais. Antes desse tipo de dinheiro, as sociedades utilizavam diversos meios para comerciar, muito diferentes do que chamamos de moeda hoje. Vou contar a história da evolução do dinheiro.

Nos primórdios, as civilizações praticavam a troca direta de bens. Como já vimos, esse sistema era muito ineficiente, pois exigia coincidência de necessidades entre as partes. Para contornar esse problema, passaram a usar bens com valor intrínseco, como ouro, prata e outros metais preciosos, reconhecidos universalmente. Esses metais tornaram-se as primeiras moedas e circularam por séculos.

O conceito de moeda fiduciária surgiu muito mais tarde. Em sua forma moderna, foi implementado pela primeira vez na China, durante a dinastia Tang, no século VII, e aperfeiçoado na dinastia Song, no século XI. O governo chinês emitiu papel-moeda respaldado pela promessa de que poderia ser trocado por moedas de metal – o que hoje chamamos de caixas de conversão – mas, com o tempo, o papel-moeda deixou de estar lastreado nesses metais e passou a valer apenas pela confiança no emissor.

Na Europa, o uso da moeda fiduciária se desenvolveu mais tarde, e sua adoção completa foi gradual. Um ponto crucial foi a abolição do padrão-ouro no século XX. Até então, a maioria das moedas na Europa e nas Américas estava respaldada por reservas de ouro. Foi durante a Grande Depressão e, depois, no período pós-guerra, que muitos países – inclusive os Estados Unidos, sob a presidência de Richard Nixon, em 1971 – romperam o vínculo entre suas moedas e o ouro, adotando a moeda fiduciária.

Assim, o dinheiro que usamos hoje não tem valor intrínseco. Seu valor reside na confiança de que os governos e seus bancos centrais manterão a estabilidade econômica e garantirão que o dinheiro seja aceito como meio de pagamento.

*Glauco:* E a moeda fiduciária, ela sempre foi emitida por governos ou bancos centrais? Eles sempre detiveram o monopólio da emissão?

*Sócrates:* Boa pergunta. Embora hoje estejamos acostumados a que governos e bancos centrais tenham o monopólio da emissão de moeda fiduciária, nem sempre foi assim. No início, a emissão de dinheiro ficava nas mãos de agentes privados,

como bancos comerciais ou até mesmo comerciantes importantes. Essas instituições emitiam notas que representavam promessas de pagamento, lastreadas por reservas de metais preciosos.

Em muitos casos, os bancos privados emitiam bilhetes que as pessoas aceitavam como dinheiro porque confiavam na solvência da instituição. Contudo, esse sistema não era isento de problemas: a falta de regulamentação e o risco de os emissores não cumprirem suas promessas geravam instabilidade.

*Glauco:* Como passamos desse sistema para um em que os governos detêm o monopólio da emissão de dinheiro fiduciário?

*Sócrates:* Com o tempo, os governos passaram a centralizar a emissão para evitar crises de confiança e garantir maior estabilidade econômica. No século XIX e no início do século XX, vários países criaram bancos centrais com poder exclusivo de emitir moeda. Esses bancos passaram a controlar a emissão e a garantir que a moeda estivesse respaldada pelas reservas nacionais ou, em alguns casos, por ativos financeiros do próprio governo.

O ponto decisivo foi quando as moedas nacionais deixaram de estar lastreadas em bens como o ouro, permitindo que os bancos centrais emitissem dinheiro fiduciário sem precisar de reservas físicas. Assim, as moedas modernas baseiam-se na confiança na capacidade do governo de gerir a economia e assegurar que o dinheiro seja aceito como meio de pagamento.

*Glauco:* Podemos dizer que o monopólio dos governos sobre a emissão de moeda é relativamente recente na história da humanidade?

*Sócrates:* Sim. O monopólio governamental sobre a emissão de dinheiro fiduciário é um fenômeno moderno. Antes, a emissão era muito mais fragmentada e estava nas mãos de agentes privados. Hoje, a emissão centralizada pelos governos ou seus bancos centrais é a norma na maioria dos países.

*Glauco:* Ainda existe algum país onde bancos comerciais possam emitir moeda fiduciária?

*Sócrates:* Na maior parte do mundo, governos e bancos centrais detêm o monopólio da emissão de moeda fiduciária. Há, porém, exceções históricas que permanecem. Um exemplo notável é a Escócia, onde bancos comerciais conservam o direito de emitir seus próprios bilhetes fiduciários. Três bancos escoceses – Bank of Scotland, Royal Bank of Scotland e Clydesdale Bank – emitem notas em libras esterlinas, embora essas precisem estar lastreadas por um valor equivalente de libras

emitidas pelo Banco da Inglaterra. Assim, os bancos comerciais podem emitir notas, mas sob rígida regulamentação.

Em Hong Kong ocorre algo semelhante: alguns bancos comerciais emitem notas, mas sob a supervisão do banco central local. Fora desses casos específicos e altamente regulados, a maioria das economias modernas tem o controle da emissão de moeda fiduciária nas mãos do Estado ou do banco central.

*Glauco:* Embora ainda existem exceções, o controle estatal ou central é o mais comum atualmente.

*Sócrates:* Assim é.

*Glauco:* Agora vejo que a moeda é indispensável para o funcionamento da economia moderna, mas pode perder seu valor com o tempo?

*Sócrates:* Boa observação. Como já dissemos, a inflação reduz o poder de compra da moeda. Se os preços sobem, você precisa de mais dinheiro para comprar a mesma coisa, o que indica que seu dinheiro perdeu valor. Para que a moeda seja uma reserva de valor eficaz, ela precisa permanecer estável e não perder muito poder de compra.

*Glauco:* Há algo mais que eu deveria saber sobre a moeda e suas funções?

*Sócrates:* Além das funções que já mencionamos, a moeda também serve como padrão para pagamentos diferidos. Isso significa que pode ser usada para quitar dívidas que vencem no futuro, algo que discutimos ao falar de empréstimos e da importância da estabilidade monetária. A moeda fornece a confiança necessária para transações de longo prazo.

*Glauco:* Agora entendo muito melhor o que é a moeda e por que ela é tão importante em nossas vidas.

*Sócrates:* Compreender as funções da moeda é fundamental para apreciar como funciona a nossa economia.

*Sócrates:* Exatamente. A teoria quantitativa do dinheiro é uma ferramenta essencial para entender essas dinâmicas. No entanto, os choques de oferta ensinam que é preciso prestar atenção a como interagem  $M$ ,  $V$ ,  $P$  e  $Q$  em situações específicas. A chave aqui é a queda em  $Q$ , que exerce pressão sobre  $P$ , se os outros fatores não mudam significativamente.

*Glauco:* Isso esclarece muito sobre como interpretar as situações excepcionais.

*Sócrates:* A economia sempre ensina que atrás de cada fórmula há uma realidade complexa que precisa ser compreendida.

## Debate entre Larry Summers e Paul Krugman sobre a inflação

*É uma tarde de outubro de 2024, no auditório principal da Universidade de Columbia, em Nova Iorque. A sala está lotada com professores e estudantes que vieram ouvir um debate imaginário entre dois gigantes do pensamento econômico contemporâneo. No palco, estão Larry Summers, ex-secretário do Tesouro dos Estados Unidos e professor em Harvard, e Paul Krugman, ganhador do Prêmio Nobel e ex-colunista do New York Times. A discussão gira em torno de um tema que gerou grande debate desde 2021: as causas da inflação que afetou a economia mundial após a pandemia. A moderadora se posiciona entre os dois palestrantes, preparada para dirigir um debate que promete ser intenso.*

*Moderadora:* Boa tarde; é um prazer recebê-los. Temos o privilégio de ouvir dois dos economistas mais influentes do mundo. À minha direita, Larry Summers, ex-secretário do Tesouro e atual professor de economia em Harvard, cujas advertências precoces sobre os riscos inflacionários geraram controvérsia em 2021. E à minha esquerda, o economista e prêmio Nobel Paul Krugman, que foi uma voz proeminente em defender uma abordagem mais flexível sobre os riscos de inflação, argumentando que os estímulos eram necessários para evitar uma recessão profunda após a pandemia.

Hoje, debaterão sobre as causas da inflação que vimos desde 2021 e as implicações das políticas econômicas que foram tomadas nesse período. Sem dúvida, essa conversa impacta não apenas na academia: também na vida de milhões de pessoas. Obrigada a ambos por virem.

*Larry Summers:* Obrigado pelo convite. Estou ansioso para discutir um tema tão crucial.

*Paul Krugman:* Obrigado, um prazer estar aqui também.

*Moderadora:* Vamos começar com você, Dr. Summers. Você foi um crítico vocal da política fiscal e monetária expansiva desde o início da pandemia. Poderia explicar por que acredita que essas políticas são as principais responsáveis pela inflação que começou em 2021?

*Larry Summers:* Meu argumento é que a inflação que vimos desde 2021 é, em grande parte, o resultado de um excesso de estímulo econômico. À medida que o mundo começou a sair da pandemia, os governos, em especial nos Estados Unidos, implementaram políticas fiscais muito expansivas. Isso incluiu pacotes de estímulo maciços, como transferências diretas para os lares, aumentos nos subsídios para desemprego e créditos fiscais ampliados. As medidas buscavam apoiar as famílias e manter o consumo em meio à crise.

Ao mesmo tempo, os bancos centrais, incluindo a Reserva Federal, mantiveram as taxas de juros em níveis historicamente baixos. Essa medida facilitou o acesso ao crédito para consumidores e empresas, incentivando o gasto e o investimento. Além disso, a Reserva Federal e outros bancos centrais utilizaram políticas monetárias expansivas, como a expansão quantitativa (QE, na sigla em inglês).

*Moderadora:* Antes de continuar, Dr. Summers, poderia explicar o que é o QE e os efeitos dessas medidas?

*Larry Summers:* O QE, ou expansão quantitativa, envolve o banco central comprar grandes quantidades de títulos do governo e outros ativos financeiros. Isso injeta liquidez no sistema financeiro e reduz ainda mais as taxas de juros de longo prazo, estimulando assim o gasto e o investimento.

Durante a crise, esse duplo estímulo fiscal e monetário impulsionou a demanda agregada de bens e serviços além do que a economia podia produzir. Isso se viu agravado pelas limitações da capacidade produtiva e pelas interrupções nas cadeias de suprimento. Os desequilíbrios entre oferta e demanda geraram um aumento rápido e sustentado dos preços, ou seja, inflação.

*Paul Krugman:* Larry, entendo sua preocupação, mas acredito que você está subestimando o papel dos choques de oferta e outros fatores relacionados à pandemia. Meu argumento é que grande parte da inflação que vimos desde 2021 pode ser devida a problemas nas cadeias de suprimento globais, ao aumento dos preços da energia e outros gargalos provocados pela pandemia. Claro, houve estímulo fiscal, mas os problemas de oferta, como a escassez de chips semicondutores, os altos custos

de transporte e os fechamentos temporários de fábricas, desempenharam um papel mais significativo no aumento dos preços. Esses problemas de oferta, juntamente com os efeitos do confinamento e a recuperação desigual em nível global, são os verdadeiros motores da inflação que observamos.

*Larry Summers:* Não nego que os choques de oferta tiveram um impacto. No entanto, se olharmos para a magnitude do estímulo fiscal, em particular nos Estados Unidos, vemos que os pacotes de ajuda somaram mais de um terço do PIB em apenas um par de anos. Isso é um estímulo sem precedentes. Mesmo sem os problemas de oferta, essa magnitude de gasto teria levado a um superaquecimento. A teoria econômica básica diz que, quando a demanda excede a oferta, os preços sobem. A Reserva Federal também demorou a reconhecer o risco de inflação e a ajustar sua política monetária. Isso amplificou o problema.



*Paul Krugman:* Mas devemos considerar também a natureza transitória de alguns desses fatores inflacionários. Os aumentos nos preços da energia, por exemplo, têm muito a ver com os conflitos geopolíticos e as interrupções no suprimento global. Além disso, muitas das restrições de oferta são temporárias e se resolveram gradualmente.

*Moderadora:* Dr. Summers, quando a inflação se acelerou em 2021, você chegou a sugerir que, para reduzi-la para 2%, seria necessário criar uma taxa de desemprego de 6% durante cinco anos. Agora que a inflação, finalmente, começou a moderar, como você avalia sua previsão e o que fez a inflação diminuir?

*Larry Summers:* Minha estimativa de que seriam necessários vários anos de alto desemprego para reduzir a inflação baseava-se na necessidade de esfriar uma economia superaquecida. Embora a inflação tenha conseguido moderar, não ocorreu sem um aumento significativo nas taxas de juros e a intervenção decidida da Reserva Federal dos Estados Unidos. Além disso, fatores como a melhoria das cadeias de suprimento desempenharam um papel importante. Se a Reserva Federal não tivesse

agido com a firmeza que mostrou em 2022 e 2023, poderíamos ter visto um cenário muito pior.

*Moderadora:* Dr. Krugman, na época, você argumentou que os choques que impulsionaram a inflação eram transitórios. Por que, então, a inflação demorou tanto para moderar?

*Paul Krugman:* É verdade que, em 2021, subestimei quanto tempo levaria para que os choques de oferta se dissipassem. Em grande medida, acreditei que os aumentos nos preços da energia, os gargalos nas cadeias de suprimento e outros problemas relacionados à pandemia seriam temporários. No entanto, a duração e a severidade desses choques foram maiores do que muitos anteciparam. A guerra na Ucrânia exacerbou os problemas de energia, e as interrupções na oferta foram mais persistentes do que o esperado. Mas o que quero enfatizar é que grande parte da inflação inicial não foi impulsionada pela demanda interna, mas sim por esses fatores de oferta. Ainda assim, concordo com Larry em que foi necessário subir as taxas para ancorar as expectativas inflacionárias.

*Moderadora:* Falando de expectativas, ambos mencionaram a importância das taxas de juros para controlar a inflação, mesmo que os choques fossem transitórios. Poderiam explicar mais sobre isso?

*Larry Summers:* As taxas de juros são uma ferramenta fundamental para influenciar as expectativas inflacionárias e controlar a demanda. Pensem nas taxas de juros como o custo de pedir dinheiro emprestado: quando sobem, é mais caro para as empresas e os consumidores financiar investimentos ou compras importantes. Isso tende a esfriar a economia, reduzindo a pressão sobre os preços.

O problema é que, se as pessoas e as empresas começam a acreditar que a inflação será alta por um tempo prolongado, isso se traduz em aumentos preventivos de preços e salários. Por exemplo, os trabalhadores pedirão aumentos salariais mais altos para se proteger contra a inflação esperada, e as empresas, antecipando-se a maiores custos, aumentarão os preços. Esse ciclo reforça a inflação, tornando-a uma profecia autorrealizável.

Subir as taxas de juros reduz a demanda agregada e também envia um sinal claro de que o banco central está comprometido em manter a inflação sob controle, o que ajuda a ancorar as expectativas e evitar que o problema se perpetue.

*Paul Krugman:* Estou de acordo com Larry nesse ponto. Embora considere que muitos dos choques iniciais foram transitórios, a chave era evitar que as espec-

tativas de inflação se desancorassem. Nesses casos, se o banco central não age, corre o risco de perder credibilidade, o que torna mais difícil controlar a inflação no futuro.

A Reserva Federal tinha que subir as taxas, embora com cautela, para demonstrar que estava disposta a tomar medidas firmes para controlar a inflação, sem sufocar a recuperação econômica. A credibilidade na política monetária é essencial para manter o equilíbrio e evitar que a inflação se descontrola.

*Moderadora:* Dr. Summers, o que teria acontecido se a Reserva Federal não tivesse subido as taxas como fez?

*Larry Summers:* Teríamos enfrentado uma inflação muito mais persistente. Teríamos entrado em uma espiral de preços e salários: os trabalhadores exigiriam aumentos salariais ao antecipar a inflação futura, e as empresas aumentariam os preços para cobrir os custos mais altos. A inflação se arraigaria, e quanto mais tempo durasse, mais caro seria controlá-la. O exemplo clássico é a década de 1970: a falta de ação decisiva por parte dos bancos centrais levou a uma inflação descontrolada.

*Moderadora:* Voltando à análise das causas, poderiam ambos estimar quanto contribuiriam os choques de oferta em relação aos de demanda para a inflação que vivemos?

*Paul Krugman:* É difícil fazer uma estimativa exata, mas diria que, no início, cerca de 70% da inflação foi impulsionada por choques de oferta. Os problemas nas cadeias de suprimento, a escassez de materiais-chave, como os semicondutores, e os aumentos nos preços da energia desempenharam um papel significativo.

Parte disso se deveu ao fato de que muitas empresas subestimaram a velocidade da recuperação da demanda. Durante a crise, reduziram seus pedidos de insumos e ajustaram seus estoques, esperando uma recuperação mais lenta. Quando a demanda repontou com força, não puderam responder a tempo, o que exacerbou as pressões inflacionárias.

À medida que esses problemas se resolveram, a inflação da demanda começou a ser predominante, mas ainda acredito que os choques de oferta explicam uma grande parte do aumento inicial. De fato, um estudo recente de Blanchard e Bernanke, de 2023, intitulado *O que causou a inflação na era da pandemia nos Estados Unidos?*, desmembra a inflação em seus componentes e confirma que a maior parte do aumento inflacionário que se iniciou em 2021 se deveu a choques de oferta, como aumentos nos preços das matérias-primas e mudanças na demanda setorial, mais do que a um superaquecimento do mercado de trabalho.

*Larry Summers:* Na minha opinião, os choques de demanda representaram mais de 50% da inflação, especialmente nos Estados Unidos. A magnitude do estímulo fiscal e as políticas monetárias expansivas criaram um excesso de demanda que pressionou os preços para cima. Os choques de oferta contribuíram, mas sem o estímulo maciço, é provável que não tivéssemos visto um aumento inflacionário tão grande.

*Moderadora:* Muito obrigada por suas respostas. Vamos abrir o microfone ao público para perguntas.

*Estudante:* Prof. Summers, como você avalia o impacto da transição energética e das políticas climáticas na inflação? Podem esses fatores se tornar uma fonte estrutural de inflação a longo prazo?

*Larry Summers:* A transição energética e as políticas climáticas, como a descarbonização, podem gerar o que chamamos de choques de oferta estruturais. Mudar para fontes de energia mais limpas envolve custos iniciais elevados (investimentos em infraestrutura, tecnologia e mudanças na produção). Esses custos talvez sejam transferidos para os consumidores, aumentando os preços no curto e médio prazo. Além disso, os esforços para reduzir as emissões de carbono podem limitar a oferta de certos bens e serviços, o que poderia pressionar a inflação para cima. No entanto, a longo prazo, se forem bem gerenciadas, essas políticas também geram inovações tecnológicas e eficiência econômica, ajudando a estabilizar os preços.

*Estudante:* Prof. Krugman, alguns argumentam que a política fiscal expansiva poderia ter sido mais eficaz se tivesse se concentrado em investimento em infraestrutura em vez de transferências diretas. O que você acha dessa crítica?

*Paul Krugman:* É um ponto válido e merece ser discutido. O investimento em infraestrutura tem um impacto positivo a longo prazo porque aumenta a capacidade produtiva da economia, o que poderia ter mitigado alguns dos gargalos que enfrentamos. No entanto, durante a pandemia, a prioridade imediata era manter as famílias e evitar um colapso do consumo. As transferências diretas alcançaram esse objetivo com rapidez. Em contraste, os projetos de infraestrutura geralmente demoram mais para ser implementados e gerar benefícios econômicos. Idealmente, deveríamos ter equilibrado ambas as abordagens: transferências para o curto prazo e investimento em infraestrutura para fortalecer o crescimento e a estabilidade a longo prazo.

*Estudante:* Minha pergunta é para ambos: O que aprendemos sobre a magnitude dos multiplicadores do gasto público durante esses últimos anos?

*Larry Summers:* Esses anos reforçaram a ideia de que os multiplicadores do gasto público são contextuais e dependem das condições econômicas. Durante a pandemia, vimos multiplicadores mais altos em setores específicos, especialmente quando a economia enfrentava restrições de oferta ou havia demanda reprimida. Por exemplo, os estímulos fiscais na forma de transferências diretas foram eficazes para manter o consumo, mas uma vez que a capacidade produtiva alcançou seus limites, esse gasto adicional se traduziu em maior pressão inflacionária em vez de um aumento sustentado na produção. Isso sublinha que os multiplicadores podem ser significativos em recessões profundas, mas mais limitados em economias próximas de sua capacidade máxima.

*Paul Krugman:* Estou de acordo com Larry em que os multiplicadores são altamente dependentes do contexto. No entanto, acredito que esses anos também desafiaram algumas crenças tradicionais. Por exemplo, se pensava que os multiplicadores seriam relativamente baixos em economias avançadas com mercados financeiros desenvolvidos. No entanto, no caso dos Estados Unidos, vimos que certos programas de gasto público tiveram um impacto importante em estabilizar a economia nos primeiros meses da pandemia. Outra lição é que os multiplicadores tendem a ser mais altos quando as taxas de juros estão próximas de zero, porque não há uma “competição” entre o gasto público e o investimento privado.

*Larry Summers:* É verdade, Paul, mas também devemos considerar os custos de manter políticas expansivas por tempo demais. Embora os multiplicadores possam ser elevados em crises agudas, os benefícios marginais diminuem rapidamente à medida que a economia se recupera, e os riscos inflacionários aumentam.

*Paul Krugman:* Estou de acordo em que há limites, mas também devemos lembrar que os multiplicadores são uma parte da equação. O mais importante é projetar políticas que estimulem a demanda e, além disso, aumentem a capacidade produtiva a longo prazo.

*Moderadora:* Muito obrigada a todos. Foi um debate esclarecedor.



## **Bônus: Sargent e Cochrane discutem as fontes da inflação**

*Um auditório lotado de estudantes, acadêmicos e economistas. As luzes se concentram no centro do palco, onde duas figuras influentes da economia — Tom Sargent e John Cochrane — se encaram, revisam suas anotações e preparam seus argumentos. Ao fundo, o logotipo da Universidade de Stanford. O murmúrio da plateia diminui à medida que o moderador, professor de economia, se prepara para apresentar formalmente o debate imaginário entre esses dois gigantes acerca das origens fiscais da inflação. Uma energia palpável preenche o ar.*

*Moderador:* Boa tarde. Temos a honra de receber dois economistas de destaque: Tom Sargent, laureado com o Nobel de Economia e conhecido por seu trabalho sobre expectativas racionais e política fiscal e monetária, e John Cochrane, professor da Universidade de Chicago, famoso por sua pesquisa sobre a teoria fiscal do nível de preços. Eles vão debater as fontes fiscais da inflação, comparando semelhanças e diferenças entre suas teorias. Começemos com o professor Sargent. Poderia apresentar brevemente sua perspectiva sobre as fontes fiscais da inflação?

*Tom Sargent:* Obrigado, é um prazer estar aqui. Vejo a inflação como um fenômeno que surge quando o governo não consegue financiar seus déficits de forma sustentável. Em termos simples, se o governo decide financiar o déficit emitindo moeda, em vez de adotar medidas mais sustentáveis, como aumentar impostos ou cortar gastos, a oferta de dinheiro cresce. Se esse aumento não for acompanhado por um crescimento da produção de bens e serviços, a inflação dispara. O problema se agrava quando os déficits são persistentes e não há um plano credível para reduzi-los.

*Moderador:* Obrigado, professor Sargent. Professor Cochrane, poderia resumir sua visão sobre as fontes fiscais da inflação e explicar como ela difere da de Sargent?

*John Cochrane:* Claro, agradeço o convite. Meu enfoque está na Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP), que sustenta que a inflação é, essencialmente, um fenômeno fiscal. Segundo a TFNP, a inflação aparece quando a dívida pública ultrapassa a capacidade futura do governo de gerar superávits primários (excedente de receitas sobre gastos, excluindo o serviço da dívida). Nesse caso, se os mercados percebem que o governo não conseguirá honrar suas obrigações futuras, os preços sobem para alinhar o valor da dívida às expectativas de receitas futuras. Em outras palavras, a inflação funciona como um mecanismo que reduz o valor real da dívida, equilibrando a conta fiscal. Essa abordagem difere da visão monetária tradicional, que enfatiza

*Entrevistador:* Muito obrigado, Finn Kydland e Edward Prescott, por compartilharem suas ideias e reflexões sobre a inconsistência temporal e seu impacto na política econômica. Foi uma conversa muito enriquecedora.

*Finn Kydland:* Obrigado pelo convite. Foi um prazer.

*Edward Prescott:* Obrigado. Sempre é bom discutir como nossas ideias evoluíram e continuarão a evoluir no futuro.

*Entrevistador:* Obrigado a vocês.

## **Simonsen e Fraga debatem estabilidade, confiança e política econômica**

*O auditório do Banco Central do Brasil está lotado. Três gerações do pensamento econômico brasileiro — Mário Henrique Simonsen, Armínio Fraga e Ilan Goldfajn — reúnem-se para falar sobre inflação, política fiscal e credibilidade, em uma conversa franca sobre como conciliar a técnica com a política.*

O auditório do Banco Central do Brasil está lotado. Nas primeiras fileiras misturam-se economistas, estudantes e jornalistas. É uma mesa singular: três gerações do pensamento econômico brasileiro reunidas para falar sobre inflação, política fiscal e credibilidade. Não há câmeras nem roteiro prévio. Só a promessa de uma conversa franca entre aqueles que, em momentos distintos, tentaram domar a volatilidade da maior economia da América do Sul.

*Ilan Goldfajn:* Boa tarde a todos. É um privilégio ter aqui Mário Henrique Simonsen, figura central da história econômica brasileira, e Armínio Fraga, que liderou o Banco Central na transição para o regime de metas de inflação. Nossa conversa busca olhar para o passado sem nostalgia e para o futuro sem ingenuidade. Falaremos de estabilidade, de confiança e de como conciliar a técnica com a política.

*Mário Henrique Simonsen:* Obrigado, Ilan. Fico feliz em ver que, depois de tantas crises, ainda podemos falar de estabilidade sem que isso soe utópico. Quando eu era ministro, nos anos setenta, a inflação fazia parte da paisagem: era aceita como o preço do crescimento. O perigo de conviver com a inflação é que ela vira hábito, uma espécie de idioma que todos aprendem a falar.

*Armínio Fraga:* E um idioma difícil de esquecer. As gerações que cresceram nos anos oitenta aprenderam que os preços podiam dobrar em poucos meses e que o salário tinha que ser gasto no mesmo dia. Essa memória coletiva condicionou nossa

relação com a política econômica. O Brasil não teve apenas inflação: teve uma cultura inflacionária.

*Ilan Goldfajn:* E por que ela foi tão persistente? Muitos países latino-americanos conseguiram se estabilizar antes.

*Mário Henrique Simonsen:* Porque no Brasil a inflação estava institucionalizada. Tínhamos indexação em tudo: contratos, salários, tarifas, dívidas. Quando os preços subiam, os salários seguiam, e o Estado, para não ficar para trás, expandia os gastos. Era uma espiral. Tentar freá-la só com política monetária era como colocar um dique de papel diante de um rio.

*Armínio Fraga:* Também porque a política fiscal nunca acompanhava. Cada plano de estabilização nascia com um déficit oculto: subsídios, transferências, empresas públicas endividadas. Podíamos frear a demanda agregada por alguns meses, mas a pressão estrutural reaparecia. O verdadeiro desafio foi construir credibilidade fiscal num país acostumado a adiar o ajuste.



*Ilan Goldfajn:* Nas suas épocas, os instrumentos eram diferentes. Professor Simonsen, o senhor trabalhou com a tablita de correção; Armínio, com as metas de inflação. Qual é a diferença essencial entre as duas estratégias?

*Mário Henrique Simonsen:* A tablita tentava coordenar as expectativas reduzindo os reajustes futuros: era uma forma de dizer “a inflação vai cair porque decidimos que ela caia”. Mas sem disciplina fiscal, a tablita se esgotava. Foi uma tentativa racional num ambiente irracional.

*Armínio Fraga:* As metas de inflação partem de uma premissa oposta: não prometemos um número mágico, mas um arcabouço institucional. As pessoas confiam no Banco Central não porque ele seja infalível, mas porque sabem que ele vai ter que prestar contas. A credibilidade não é uma decisão, é um processo.

*Ilan Goldfajn:* Quando o Brasil entendeu que a estabilidade podia ser uma política de Estado e não apenas de governo?

*Armínio Fraga:* Com o Plano Real. O sucesso não foi o câmbio, foi a convergência política. Pela primeira vez houve consenso em torno de um objetivo comum. Mas manter essa estabilidade exigiu depois institucionalizá-la: autonomia do Banco Central, transparência fiscal, metas claras.

*Mário Henrique Simonsen:* Eu já via isso vir de longe. Quando a sociedade se cansa de viver com inflação, a mudança é irreversível. Mas esse momento demora a chegar. No meu tempo, cada ministro da Fazenda achava que conseguiria controlá-la sem mexer nos interesses de ninguém. Isso é impossível. A inflação é a forma mais eficiente de enganar a todos um pouco e a ninguém de vez.

*Ilan Goldfajn:* Vocês concordam que a confiança é um ativo macroeconômico. Como ela se constrói?

*Armínio Fraga:* Com consistência. As palavras importam, mas as ações importam mais. A credibilidade se ganha todo dia. Se o Banco Central diz uma coisa e faz outra, perde o ativo mais valioso que tem: a previsibilidade.

*Mário Henrique Simonsen:* E com pedagogia. O público precisa entender por que se tomam decisões impopulares. Um aumento de juros, por exemplo, não é um castigo: é uma vacina. Nos anos setenta faltou comunicação. Os técnicos falávamos entre nós, mas não com a sociedade.

*Ilan Goldfajn:* Hoje a comunicação é parte central da política monetária. Cada decisão é explicada em coletivas e atas. Mas a tentação populista continua viva. Como proteger a estabilidade em democracias impacientes?

*Armínio Fraga:* Com instituições fortes. As regras servem para evitar que os governos confundam ciclo político com ciclo econômico. O Banco Central precisa ser independente, mas também responsável. E a política fiscal precisa de limites autôimpostos: uma regra de gastos, uma meta estrutural.

*Mário Henrique Simonsen:* Também com realismo. Um país não se estabiliza só com tecnocracia. É preciso liderança política capaz de sustentar o ajuste ao longo do tempo. De nada adianta uma política perfeita se ela muda a cada eleição.

*Ilan Goldfajn:* Deixem-me levar a conversa para o plano fiscal. O Brasil teve repetidamente o mesmo problema: gastos crescentes e carga tributária elevada. Por que é tão difícil corrigir isso?

*Mário Henrique Simonsen:* Porque o Estado brasileiro promete mais do que consegue cumprir. O gasto social cresce por inércia demográfica e política. Ninguém quer cortar, todo mundo quer ampliar. Quando os compromissos são rígidos, o orçamento vira refém do passado.

*Armínio Fraga:* E porque a economia cresce pouco. Sem crescimento, a carga fiscal se torna insuportável. Os impostos altos desestimulam o investimento, o que por sua vez reduz a base tributária. É um círculo vicioso. A chave não é gastar menos por decreto, mas gastar melhor.

*Ilan Goldfajn:* Na prática, como se quebram essas inércias?

*Armínio Fraga:* Com reformas que aumentem a eficiência do gasto e simplifiquem o sistema tributário. E com uma comunicação honesta: explicar que a estabilidade não é inimiga da inclusão.

*Mário Henrique Simonsen:* E com disciplina de execução. A administração pública precisa aprender a fazer orçamento como as empresas fazem: com prioridades e avaliação de resultados.

*Ilan Goldfajn:* É possível ter política social expansiva sem inflação?

*Mário Henrique Simonsen:* Sim, se for bem desenhada e financiada. O problema não é ajudar os pobres, mas fazer isso de forma irresponsável.

*Armínio Fraga:* Concordo. Não há dilema entre justiça social e estabilidade. O que não dá é prometer ao mesmo tempo mais gastos, menos impostos e inflação baixa. A aritmética continua valendo, mesmo que o governo mude.

*Ilan Goldfajn:* Falemos agora dos desafios novos. A inflação global, a transição energética, a digitalização financeira. O que o Brasil de hoje pode aprender com as experiências do passado?

*Armínio Fraga:* Que a humildade é uma virtude macroeconômica. Acreditar que os equilíbrios são permanentes é um erro. Num mundo volátil, a flexibilidade importa tanto quanto a ortodoxia.

*Mário Henrique Simonsen:* E que a política econômica precisa se adaptar sem perder o rumo. A inflação digital ou de serviços não é diferente na essência: continua sendo um fenômeno de excesso de gasto ou de expectativas desancoradas. Os instrumentos mudam, a lógica não.

*Ilan Goldfajn:* Se tivessem que resumir em uma frase a lição mais importante de suas carreiras, qual seria?

*Mário Henrique Simonsen:* Que a economia é uma arte de limites. É preciso saber até onde se pode ir sem quebrar a coerência.

*Armínio Fraga:* Que a credibilidade se constrói mais com atos repetidos do que com reformas heroicas.

*Ilan Goldfajn:* (Acena com a cabeça.) E que a estabilidade não é um ponto de chegada, mas uma tarefa cotidiana.

O público aplaude. Ilan abre o microfone para as perguntas finais.

*Uma Estudante:* Professor Simonsen, muitos jovens economistas sentem que a inflação pertence ao passado. Devemos continuar a estudá-la com tanta ênfase?

*Mário Henrique Simonsen:* (Sorri.) Enquanto houver governos, haverá inflação potencial. As tentações fiscais são eternas. A diferença entre hoje e a minha época é que agora temos ferramentas melhores para resistir a elas. Mas é preciso manter a memória viva.

*Outro Estudante:* Doutor Fraga, o senhor acredita que o Brasil de hoje poderia enfrentar outra crise de confiança como a dos anos noventa?

*Armínio Fraga:* As crises sempre rondam, mas a maturidade institucional ajuda. Enquanto a sociedade valorizar a estabilidade, o sistema a defenderá. Quando o cidadão entender que a inflação é um imposto regressivo, nenhum político vai querer voltar a imprimir dinheiro.

*Uma estudante do fundo:* Doutor Goldfajn, como se preserva a confiança quando a economia não cresce?

*Ilan Goldfajn:* Com coerência e transparência. As pessoas toleram más notícias se sentirem que estão sendo informadas com honestidade. A confiança não se baseia em prometer resultados, mas em cumprir processos.

Os três economistas se olham, sorriem e se cumprimentam com um aperto de mão.

*Ilan Goldfajn:* Permitam-me encerrar com uma reflexão. A história econômica do Brasil pode ser lida como uma sequência de tentativas de conciliar três palavras: estabilidade, confiança e desenvolvimento. Simonsen nos ensinou que sem fundamentos fiscais não há equilíbrio possível; Fraga demonstrou que as instituições são a âncora da credibilidade; e nossa geração tenta preservar o que foi conquistado sem perder de vista a equidade. Em última instância, a estabilidade não é um milagre, mas uma forma de convivência civilizada entre a política e a realidade.

zem em mudanças na produção e nas taxas de juros. Além disso, ainda é uma grande ferramenta pedagógica para ensinar os fundamentos da macroeconomia.

*Entrevistadora:* Muitas graças, Professor Mankiw, por essa conversa tão esclarecedora sobre o modelo IS-LM. Um prazer tê-lo conosco hoje.

*Greg Mankiw:* O prazer foi meu. Graças por me convidar e dar-me a oportunidade de compartilhar minhas ideias com vocês.

## Entrevista com Alan Greenspan e Janet Yellen sobre a Reserva Federal

*Universidade de Harvard. Os entrevistadores, especializados em política monetária, prepararam-se para uma entrevista simulada com Alan Greenspan e Janet Yellen, dois ex-presidentes da Reserva Federal dos Estados Unidos. O público quer conhecer as experiências e perspectivas de Greenspan e Yellen sobre o funcionamento interno da Reserva Federal, os desafios da política monetária em tempos de crise e o futuro da economia global. Eles desejam entender como as decisões de Greenspan e Yellen moldaram a estabilidade financeira e quais lições podem ser extraídas para enfrentar os desafios econômicos que se avizinham.*

*Entrevistadora:* Boa tarde a todos e bem-vindos a esta entrevista especial, em que discutiremos o funcionamento e o papel da Reserva Federal (Fed) na economia dos Estados Unidos. Temos a honra de receber duas pessoas que lideraram o Fed em momentos decisivos: Alan Greenspan, presidente do Fed de 1987 a 2006, e Janet Yellen, que dirigiu o Fed de 2014 a 2018 e, depois, foi secretária do Tesouro. Agradecemos a presença de ambos.

*Alan Greenspan:* Obrigado pelo convite. É sempre um prazer falar sobre o funcionamento do Fed e seu papel na economia.

*Janet Yellen:* Muito obrigada por nos receber. Estou feliz em compartilhar algumas das minhas experiências e reflexões sobre a política monetária e a economia.

*Entrevistadora:* Vamos começar com uma visão geral do funcionamento do Banco Central dos Estados Unidos. Dr. Greenspan, poderia explicar, em termos gerais, como está estruturada a Reserva Federal e qual é sua função principal?

*Alan Greenspan:* A Reserva Federal, ou simplesmente Fed, é o banco central dos Estados Unidos. Sua função principal é garantir a estabilidade econômica, formulando e executando políticas monetárias que promovam o pleno emprego, a estabilidade de preços e taxas de juros moderadas a longo prazo. O Fed tem uma

estrutura única que combina elementos públicos e privados. É composto pela Junta de Governadores, situada em Washington, D.C., e por 12 Bancos da Reserva Federal regionais, espalhados pelo país, em cidades como Nova Iorque, São Francisco e Chicago, entre outras.

A Junta de Governadores é formada por sete membros nomeados pelo presidente dos Estados Unidos e aprovados pelo Senado. Eles têm mandato de 14 anos, o que garante estabilidade e continuidade, e são responsáveis por supervisionar e regular os bancos do país, bem como por formular políticas conforme as condições econômicas. Os 12 Bancos da Reserva Federal regionais funcionam como braços operacionais do Fed em suas respectivas áreas. Cada um tem seu próprio presidente e equipe, que monitoram as condições econômicas locais e fornecem informações essenciais para a formulação da política monetária.

*Entrevistadora:* Obrigada pela explicação detalhada, Dr. Greenspan. Dra. Yellen, poderia explicar como esses dois componentes — a Junta de Governadores e os bancos regionais — trabalham juntos na formulação e execução da política monetária?

*Janet Yellen:* A política monetária do Fed é formulada principalmente no Comitê Federal de Mercado Aberto, órgão decisório central. O Comitê reúne os sete membros da Junta de Governadores e os 12 presidentes dos Bancos da Reserva Federal regionais. Embora todos os presidentes participem das discussões, nem todos votam. Votam os sete membros da Junta, o presidente do New York Fed e mais quatro presidentes, que se revezam anualmente.

O Comitê se reúne oito vezes ao ano para analisar as condições econômicas e financeiras e definir a postura adequada da política monetária. A taxa de fundos federais é a principal ferramenta utilizada. Trata-se da taxa de juros que os bancos comerciais pagam ao se emprestarem entre si durante a noite. Ao ajustar essa taxa, o Fed influencia o custo e a



disponibilidade de crédito em toda a economia, afetando consumo, investimento e emprego.

A relação entre a Junta e os bancos regionais é colaborativa. Os presidentes dos bancos da Fed trazem perspectivas locais e análises econômicas essenciais para decisões bem fundamentadas. Isso permite ao Fed ter uma visão abrangente e diversa da economia dos Estados Unidos, garantindo que as condições de todas as regiões sejam consideradas.

*Entrevistadora:* É interessante observar como se integram as perspectivas locais.

Dr. Greenspan, como a política monetária se comporta em períodos de estabilidade econômica?

*Alan Greenspan:* Em períodos de estabilidade econômica, a política monetária do Fed foca no ajuste da taxa de fundos federais para influenciar a atividade econômica. Quando a economia cresce muito rápido e há risco de inflação, o Fed eleva a taxa para encarecer o crédito, o que modera o consumo e o investimento. Por outro lado, se a economia desacelera e há risco de recessão, o Fed reduz a taxa para estimular o consumo e o investimento, tornando o crédito mais barato.

Durante o meu mandato, o Fed adotou uma abordagem baseada em dados, monitorando uma ampla gama de indicadores — emprego, inflação, produção — para ajustar a política monetária. Também buscamos equilibrar crescimento econômico e estabilidade de preços, nossos objetivos fundamentais.

*Entrevistadora:* Dra. Yellen, a senhora assumiu em 2014, após a crise financeira de 2008. Como mudou o foco da política monetária durante sua gestão?

*Janet Yellen:* Meu mandato começou em 2014, quando a economia ainda se encontrava em recuperação frágil. Uma das nossas principais preocupações era garantir que a recuperação fosse completa antes de ajustar a política monetária para uma postura mais neutra. Por isso, adotamos uma normalização gradual. Em vez de elevar rapidamente as taxas de juros, fizemos isso de forma cautelosa, baseando-nos nos dados disponíveis e comunicando claramente nossas intenções ao público para evitar surpresas nos mercados.

Também mantivemos a prática da expansão quantitativa, iniciada durante a crise, comprando grandes quantidades de ativos financeiros para manter baixas as taxas de juros de longo prazo e apoiar a recuperação. Além disso, aumentamos a transparência do Fed ao organizar conferências de imprensa regulares e publicar pro-

jeções econômicas mais detalhadas. Isso ajudou mercados e público a compreender melhor nossas decisões e expectativas.

*Entrevistadora:* E depois, sob a liderança de Jerome Powell, como a política monetária evoluiu?

*Janet Yellen:* Powell manteve muitas das políticas que implementamos, mas também introduziu mudanças significativas. Uma das mais notáveis foi a adoção de um regime de meta de inflação média. Essa abordagem permite que a inflação ultrapasse temporariamente a meta de 2% para compensar os períodos em que ficou abaixo. Essa mudança reconhece que, em um cenário de juros baixos, é preciso maior flexibilidade para apoiar a recuperação econômica e o pleno emprego.

Sob Powell, o Fed também mostrou maior disposição em usar uma gama mais ampla de ferramentas não convencionais, sobretudo durante a pandemia da COVID-19, como programas de empréstimos especiais para empresas e governos locais e a compra de títulos corporativos. Isso refletiu uma adaptação da política monetária a circunstâncias extraordinárias, visando manter a estabilidade financeira e apoiar a economia.

*Entrevistadora:* E quanto ao futuro? Como a política monetária deveria mudar à medida que avançamos?

*Janet Yellen:* À medida que avançamos, o Fed precisará ser ainda mais flexível e adaptativo. É fundamental que continue usando uma combinação de ferramentas tradicionais e não convencionais e que mantenha uma comunicação clara e transparente com o público. É essencial que o Fed considere não apenas os dados econômicos internos, mas também os desenvolvimentos globais que podem afetar a economia dos EUA. As interconexões entre países fazem com que eventos internacionais — desde crises financeiras até mudanças nas cadeias de suprimentos — acabem impactando nossa economia.

*Entrevistadora:* Vamos falar agora do recente período de alta inflação a partir de 2021. Quais foram as causas desse aumento e como evitar que se repita?

*Alan Greenspan:* O período de alta inflação que começou em 2021 resultou de uma combinação de fatores excepcionais. Primeiro, houve um aumento significativo da demanda por bens à medida que as economias reabriram após os confinamentos da COVID-19. Isso coincidiu com graves perturbações nas cadeias de suprimentos internacionais, que limitaram a disponibilidade de insumos-chave e pressionaram os preços para cima. A isso se somou um segundo choque de grande magnitude: a guer-