6 Conclusão

O objetivo central do trabalho foi avaliar os efeitos de bem-estar da condução da política monetária numa economia onde o governo enfrenta uma restrição ao financiamento de sua dívida. Na primeira parte do trabalho foi sugerida uma forma plausível de modelar essa restrição, como a incapacidade de suavizar totalmente a taxação distorciva na presença de variações do serviço da dívida advindas de flutuações das taxas de juros reais. Essa hipótese foi incorporada ao modelo de uma economia com rigidez nominal de preços, dentro de um arcabouço neo-keynesiano. O modelo é derivado de microfundamentos já bastante convencionais, que resultam não só nas equações que regem a dinâmica da economia como também no critério utilizado para avaliar as diferentes regras de política monetária. Um critério derivado de microfundamentos é especialmente importante para o estudo do problema da política monetária ótima sob restrição de financiamento, pois é importante que as perdas de bem-estar decorrentes das flutuações econômicas sejam comparáveis às perdas causadas pelas variações da taxação distorciva.

A restrição a suavizar a taxação distorciva traz mudanças fundamentais ao problema da escolha da política monetária ótima, em relação ao que ocorre num modelo em que essa restrição esteja ausente. Dá origem, conforme se observou, a um dilema de política monetária, pois impede a estabilização completa da inflação e do hiato do produto. O agravamento da restrição fiscal (aumento na parcela do serviço da dívida que precisa ser coberto por impostos distorcivos correntes, ou aumento da relação dívida-PIB) inevitavelmente acentua o dilema. Implica variabilidade cada vez maior tanto da inflação quanto do hiato do produto, e portanto perdas de bem-estar também cada vez maiores, sob a política monetária escolhida otimamente para cada intensidade de restrição fiscal. Essa tendência se verifica quer a escolha de política monetária esteja restrita a uma determinada família paramétrica (como no Capítulo 5), quer não (como no Capítulo 4).

Como revelou a análise do Capítulo 5, à medida que a restrição fiscal se intensifica, caem sensivelmente os coeficientes ótimos de reação de regras

convencionais de política monetária às flutuações das variáveis endógenas que servem como indicadores. A mera observação desse fato, em economias onde a magnitude dos choques exógenos é sempre a mesma, poderia levar à conclusão de que a autoridade monetária se torna (ou deveria se tornar) sensivelmente mais leniente à medida que aumentam os custos associados a variações da taxa de juros real, através da variação induzida na taxação distorciva. Essa seria, contudo, uma conclusão inexata.

A métrica adequada para medir a leniência da autoridade monetária não é o quão intensamente o instrumento de política monetária reage aos indicadores endógenos, e sim como se comparam as variações do instrumento e a magnitude dos choques exógenos. É dessa comparação, afinal de contas, que depende a adequada estabilização macroeconômica. Acontece que, à medida que se intensifica a restrição de financiamento, se amplificam as flutuações inevitáveis da inflação e do hiato do produto que resultarão de choques de uma mesma magnitude. Para que o instrumento de política continue apresentando a mesma variação quando ocorre um dado choque, a função de reação precisa prescrever coeficientes de reação menores aos indicadores cuja variabilidade aumentou.

Como mostram os resultados do Capítulo 4, ao internalizar o efeito de suas decisões de política monetária sobre as variações da taxação distorciva, a autoridade monetária de fato se torna um pouco mais leniente, no sentido de produzir menores variações da taxa de juros nominal em resposta a um dado choque exógeno. Essa mudança da trajetória do instrumento de política monetária, contudo, tem uma contribuição relativamente pequena para as mudanças substanciais que se observam na dinâmica de variáveis endógenas como inflação e hiato do produto. Grande parte dessas mudanças ocorrem graças ao simples fato de que, com a restrição ao financiamento, a economia passa a sofrer uma perturbação adicional. Essa perturbação tem efeitos cuja natureza é a mesma que define que os choques de oferta exógenos – que Woodford (2002b) chamou de “ineficientes” – são variações temporais do grau de ineficiência da economia, neste caso associados às variações da taxação distorciva. A diferença é que, no modelo com restrição de financiamento, essas perturbações são endógenas, pois decorrem das variações da taxa de juros real. Por isso mesmo, a política monetária

ótima deve internalizar seu próprio impacto sobre a magnitude dessas perturbações. Fato é, contudo, que a presença das perturbações faz uma diferença muito maior para a dinâmica da economia, ainda que não seja internalizada na forma como o instrumento de política monetária varia diante de choques exógenos, do que a diferença adicional que fará essa internalização.

De forma sucinta, a conclusão central do trabalho é que se a restrição ao financiamento é efetivamente observada na economia (nos moldes assumidos aqui, ou seja, sob a forma de restrição à suavização da taxa distorciva) é preciso levá-la em conta no momento de se determinar a função de reação que caracteriza a política monetária ótima. De fato, os coeficientes ótimos da função de reação mudam *bastante* à medida que a restrição de financiamento se intensifica. A segunda conclusão é que a mudança que se observa na regra ótima deve-se menos ao aumento da leniência da autoridade monetária, pela internalização do efeito que reconhece ter sobre as variações da taxa distorciva, e mais ao fato de que as perturbações do nível de eficiência da economia já impõem uma mudança no comportamento das variáveis endógenas do modelo mesmo não sendo internalizada pela trajetória escolhida para o instrumento de política monetária.