

25/09/2012 revisto 2/10

Nova Realidade, Velhas Questões¹

André Lara Resende

Jackson Hole, no Wyoming, é um cenário natural impressionante. O Snake River corre por um vale entre uma das mais belas cadeias de montanhas do mundo. Uma vez por ano, no verão do Hemisfério Norte, no final do mês de agosto, é lá onde se reúnem os responsáveis pela política monetária mundial. A princípio, um encontro dos dirigentes do Federal Reserve System, promovido pelo Fed de Kansas City, mas que nos últimos anos incorporou os responsáveis pela política monetária de outras partes do mundo. Participam também, como convidados, os acadêmicos mais respeitados nas áreas de macroeconomia e finanças.

Desde 2008, procura-se compreender o que levou à crise, como evitar o colapso do sistema financeiro mundial e, mais recentemente, como fazer com que a economia se recupere. Parece haver consenso sobre as causas da crise: o excesso de alavancagem, induzido pelo crédito fácil e a proliferação de contratos condicionais. Os chamados derivativos exponenciaram a alavancagem de formas tão elaboradas e complexas que se tornaram impermeável ao controle. Também há razoável concordância quanto ao que foi feito para evitar o colapso da economia. As taxas de juros básicas levadas ao seu limite inferior – próximas de zero – e a injeção de liquidez na emergência da crise contaram com apoio unânime. A partir daí, entretanto, as coisas se complicam. Até quando é desejável e possível manter as taxas de juros próximas de zero? Passada a emergência, deve-se insistir no excesso de liquidez, com o correspondente aumento do passivo monetário dos bancos centrais? O que fazer para que a economia se recupere? Quais os riscos de uma política monetária ultra expansiva por um longo tempo? A julgar pelas discussões de Jackson Hole deste ano, os responsáveis pela formulação das políticas estão quase tão perdidos quanto o público em geral. As velhas controvérsias do século passado parecem estar de volta.

Quatro anos depois do auge da crise, o desemprego continua excepcionalmente alto e a economia americana estagnada. O impasse do Euro continua a ameaçar a Europa e a assustar o mundo. Mário Draghi, o presidente do Banco Central Europeu, alegando falta de tempo, cancelou na última hora sua ida a Jackson. De certa forma, compreensível. A Europa está um passo atrás, ainda preocupada em evitar o colapso. Draghi enfrenta resistências para implementar as políticas de emergência, como a compra de títulos públicos europeus que acaba de anunciar, com o voto contrário do representante da Alemanha no BCE. A medida evitou a quebra da Espanha e provavelmente da Itália. Ganha-se tempo para avançar na integração fiscal e política, mas nada além disso. Mas como escapar do espectro de uma longa estagnação com altas taxas de desemprego, que agrava o quadro político em toda parte?

A receita keynesiana de expansão dos gastos públicos, nas circunstâncias atuais, é controvertida. O endividamento público e privado continua excessivo, pois a política monetária impediu a depressão, mas também o fim das dívidas que viria com o colapso financeiro. Toda a esperança recai sobre a política monetária. Mais técnica, menos dependente de tramitação política, desde a consolidação da independência dos bancos centrais, a política monetária é o campo de teste por excelência da moderna teoria macroeconômica. Ainda que bem sucedida para evitar o colapso do sistema financeiro, parece-me que em relação à capacidade de reanimar a economia, pede-se mais da política monetária do que ela é capaz de entregar. Até a crise de 2008,

¹ Agradeço os comentários de Edmar Bacha, Pedro Malan, Francisco Pinto, Ilan Golfajn, Monica de Bolle e Pedro Saud, sem evidentemente responsabilizá-los.

o sucesso do chamado período da “Grande Moderação” deu a impressão de em relação à gestão macroeconômica de curto prazo, tudo havia sido compreendido. Até mesmo o estudo da macroeconomia parecia ter perdido interesse. O curioso é que até os anos 80 do século passado, o papel da moeda e da política monetária foi centro de um virulento e empedernido debate na academia.

Durante décadas, a teoria assumiu que a moeda era neutra em relação à economia real, apenas um véu, que determinava o nível geral de preços, sem afetar preços relativos. A quantidade de moeda era uma variável sob controle do Banco Central. Supunha-se que a relação entre o estoque de moeda e o nível geral de preços era regida por uma das mais simples e conhecidas fórmulas da economia: a chamada Teoria Quantitativa da Moeda. A TQM estabelece uma relação direta e proporcional entre o estoque de moeda e o nível geral de preços, expressa numa equação simples, que durante décadas fez parte de todo curso introdutório de macroeconomia:

$$M.V = P.Y$$

onde M é o estoque de moeda; V a velocidade de circulação da moeda; P é o nível de preços e Y a renda real.

A renda nominal seria uma proporção constante – igual ao inverso da velocidade de circulação – do estoque de moeda:

$$M = 1/V . PY$$

Portanto, ao determinar a quantidade de moeda na economia o Banco Central determina a renda nominal. A TQM pode ser reescrita em termos de taxa de variações:

$$p = m + v - y$$

Onde as letras minúsculas representam as taxas de variações das variáveis representadas pelas maiúsculas. Supondo-se que a velocidade renda seja constante, $v = 0$, e simplificadamente que a renda real, determinada independentemente das questões monetárias, é constante, $y = 0$, então:

$$p = m$$

Quando a renda real é constante, a taxa de inflação é igual à taxa de variação do estoque de moeda. Para determinar a taxa de inflação, bastaria definir a taxa de crescimento do estoque de moeda. Muito simples, portanto: o Banco Central controla a expansão da moeda que determina a taxa de inflação. Para controlar a inflação, basta controlar a taxa de expansão da moeda.

Como explicar que com uma relação tão simples e direta, tão bem conhecida por todos, o controle da inflação possa ter causado tanto problema, em tantos países, na segunda metade do século passado? Das duas uma: ou bem havia uma epidemia de incompetência por parte dos bancos centrais, ou a realidade era mais complexa do que supunha a Teoria Quantitativa. Nos anos 80, provavelmente dada o avanço da tecnologia, a volatilidade da velocidade de circulação da moeda disparou em toda parte do mundo. Ficou impossível sustentar qualquer vestígio de proporcionalidade estável entre moeda e preços. Por incrível que pareça, mesmo aqui no Brasil, onde a inflação crônica devastava a economia e devorava equipes econômicas, em prazos cada vez mais curtos, muita gente preferia sustentar a tese da incompetência a abrir mão da TQM. Uma explicação simples e bem estabelecida, aceita por

todos, incorporada às narrativas que balizam nosso universo conceitual, tem força para enfrentar os fatos durante muito mais tempo do que se pode imaginar. Se os fatos não confirmam, pior para os fatos.

O principal expoente da defesa da TQM foi Milton Friedman, Prêmio Nobel de economia por sua contribuição em outras áreas, professor da Universidade de Chicago, criador de toda uma escola de pensamento. O Monetarismo se contrapôs ao Keynesianismo dominante desde o pós-Guerra. A resistência ao monetarismo de Chicago estava primordialmente no MIT, em Cambridge EUA, sob a liderança de Paul Samuelson, Robert Solow e Franco Modigliani, todos três também laureados com o Nobel de economia. Aluno do doutorado por lá, na segunda metade da década de 70, ouvi de Franco Modigliani a inesquecível analogia da TQM com a antena de um carro em movimento: embora ela mantenha uma relação estável e direta com a velocidade do carro, não se deve concluir que será possível parar o carro pela antena. A proporcionalidade estável entre moeda e preços só existe enquanto não se tenta controlar os preços pela quantidade de moeda.

Muito bem, pode-se argumentar, a situação hoje é completamente diferente, o problema não é inflação, mas ao contrário, o risco de deflação. A teoria evoluiu, não se fala mais em quantidade de moeda, mas em taxas básicas de juros, fixadas pelos Bancos Centrais para que as metas de inflação sejam cumpridas. Na reunião de Jackson Hole deste ano, a questão da moeda, da TQM, ainda que não citada de forma explícita, voltou à tona. De um lado, Ben Bernanke, presidente do Fed, do outro, Michael Woodford, o formulador do modelo macroeconômico de referência dos dias de hoje, conhecido como o modelo neokeynesiano. Os dois, formados pelo MIT, parecem discordar sobre como escapar do espectro de um longo período de estagnação.

Depois de levar a taxa básica de juros para seu limite técnico inferior, muito próxima de zero, e ver que a economia ainda assim não se recuperava, Bernanke recorreu a um novo expediente, o chamado “Afrouxamento Quantitativo”. A expressão é tão assustadora que só é usada em inglês, Quantitative Easing, ou simplesmente QE, como se tornou conhecida esta nova forma de política monetária. Logo depois da reunião de Jackson, Bernanke confirmou a terceira rodada, conhecida como o QE3. Embora o termo hoje seja corrente no jornalismo econômico e nos mercados financeiros, suas raízes na velha TQM parecem esquecidas.

O expediente foi posto em prática pela primeira vez pelo Banco Central do Japão. No ano 2000, alguns anos após a crise do estouro da bolha imobiliária japonesa, as taxas de juros já tinham sido reduzidas a zero e a economia continuava estagnada. Numa entrevista dada em visita por lá, Milton Friedman sugeriu que o Banco Central poderia ir além de reduzir a taxa de juros a zero, deveria continuar a aumentar a quantidade de moeda na economia. Coerente com sua convicção de toda a vida na TQM, o velho mestre afirmou que a expansão da base monetária, mesmo quando a taxa de juros básica já chegou ao seu limite inferior, seria capaz de estimular a despesa agregada nominal. Um ano depois, em março de 2001, a sugestão foi posta em prática pelo Banco Central do Japão. A política de fixar os juros básicos foi substituída por uma política de metas para as reservas bancárias. O Banco do Japão fez uma grande compra de títulos públicos no mercado secundário, expandindo assim as reservas bancárias – que com o papel moeda constituem a base monetária – e chamou a operação de “Quantitative Easing”. Assim foi cunhada a expressão.

O Japão continua estagnado até hoje, mais de uma década depois do primeiro experimento de QE. Ainda assim o Fed e outros Bancos Centrais dos países desenvolvidos, depois da crise de 2008, não desanimaram e resolveram seguir a sugestão de Milton Friedman. A base conceitual por trás do experimento é a que sempre balizou a versão monetarista extrema da TQM: os canais de transmissão, da expansão da moeda para a renda nominal, não se limitam aos decorrentes da redução dos juros. Embora não bem especificados, nem formalmente estabelecidos, seriam muito mais abrangentes.

Que o Woodford discorde, não surpreende a ninguém que conheça seus trabalhos. Woodford fez seu doutorado no MIT, no início dos anos 80, logo depois de Bernanke ter terminado seus estudos por lá. Sua tese de doutorado formalizou o modelo neokeynesiano básico e aposentou o controle dos agregados monetários como instrumento de política monetária. O monetarismo saiu de circulação, tornou-se anacrônico. Woodford demonstrou que a taxa de juros básica, em conjunto com metas anunciadas de inflação, é tudo que o Banco Central precisa. Em artigo de 2000, no mesmo ano em que o Banco do Japão fazia a primeira experiência de QE, Woodford demonstrava que era possível fazer política monetária mesmo numa economia sem a moeda convencional. O trabalho era uma resposta à possibilidade de que a moeda, cada vez menos utilizada com o avanço da tecnologia de pagamentos eletrônicos, viesse a desaparecer. A moeda física e os depósitos à vista não remunerados poderiam deixar de existir – ou seja, a velocidade de circulação tender a infinito – mas ainda assim o Banco Central teria instrumentos para interferir e estabilizar a economia. Política monetária é na verdade política de juros.

A passagem pela diretoria do Banco Central do Brasil no início dos anos 80 deixou-me convicto de que, ao menos em condições inflacionárias, o Banco Central não tem controle sobre a base monetária, apenas sobre a taxa básica de juros. O tema é técnico, mas a essência é que não há como contrair a base monetária, num contexto de inflação crônica, sem provocar uma crise bancária, muito antes que a despesa nominal e a inflação dêem sinal de moderação.

No contexto deflacionário americano de hoje, o Banco Central pode sempre aumentar a base monetária B , via compra de títulos e aumento das reservas bancárias. Para que esta expansão monetária venha a ter efeito proporcional sobre a despesa nominal agregada, como pressupõe a TQM, é necessário que dois parâmetros cruciais – a velocidade de circulação da moeda e o multiplicador bancário – fiquem estáveis. De forma mais abrangente, a TQM pode ser reescrita como:

$$P \cdot Y = V(p, t) \cdot \xi(i, d) \cdot B$$

Onde a velocidade de circulação V é função direta da taxa de inflação p e da tecnologia de pagamentos eletrônicos t . As derivadas $V'_t > 0$ e $V'_d > 0$ são positivas e não nulas como pressupõe a TQM. O estoque de moeda M é uma função da base monetária B . ξ é o multiplicador bancário, que é função direta da taxa de juros i e da disposição de emprestar do sistema bancário d . As derivadas $\xi'_i > 0$ e $\xi'_d > 0$ mais uma vez, não são nulas.

O multiplicador bancário, que define a relação entre a base monetária e o estoque de moeda é função da disposição de emprestar dos bancos. Nas circunstâncias atuais, com os bancos com seus ativos ainda sobrecarregados de empréstimos questionáveis, não há disposição para expandir os empréstimos, mas sim reduzi-los. Com o juro zero não há custo em deixar as reservas paradas no Banco Central. Por isso o aumento da base, provocado pelo QE, é compensado pela redução do multiplicador bancário. O Fed aumenta as reservas bancárias, mas não há aumento proporcional da quantidade total de moeda.

O eventual aumento do estoque de moeda M , por sua vez, não tem impacto proporcional nos preços, pois é amortecido pela redução da velocidade de circulação. Segundo a TQM a velocidade de circulação deveria ser estável, mas é função da difusão da tecnologia de pagamentos eletrônicos e do comportamento do público. Quando a inflação é alta, o custo de manter uma grande proporção da renda em moeda é alto. Quando a taxa de juros é zero, como hoje em dia nos EUA, o custo de reter moeda é nulo. As pessoas aumentam então a proporção da renda que desejam reter sob a forma de moeda. Ou seja, a velocidade de circulação da moeda aumenta em períodos inflacionários e cai em períodos deflacionários. A tecnologia de pagamentos eletrônicos, embora não de todo insensível ao custo de reter moeda, pode ser considerada dada quando se discute a política de curto-prazo.

Para que o conselho de Friedman tivesse efeito, que o QE conseguisse efetivamente levar ao aumento dos gastos, seria necessário que tanto o multiplicador bancário quanto a velocidade de circulação da moeda fossem estáveis. A analogia de Modigliani pode ser adaptada para o contexto recessivo de hoje: assim como é impossível parar um carro em alta velocidade segurando-o pela antena, também não é possível empurrá-lo ladeira acima pela antena.

No longo artigo – mais de 100 páginas – apresentado em Jackson Hole, Woodford gasta pouco tempo com o que lhe parece a evidente ineficácia do QE enquanto apenas expansão das reservas bancárias. Concorde que o QE permite ao Fed, além da expansão das reservas, influenciar a estrutura a termo das taxas de juros e os prêmios de riscos dos títulos privados. Neste caso usa-se o QE para fazer política de juros. Seu objetivo é justamente demonstrar as evidências de que, no contexto de política de juros e metas, existem alternativas eficientes. O argumento central é que o Fed deveria anunciar que vai manter a taxa básica próxima de zero, não apenas enquanto a economia estiver estagnada, mas também quando a recuperação já estiver confirmada. A tese é que quando o Fed anuncia que vai manter a taxa baixa por um período indeterminado, como tem feito, o público entende como sinal de que a economia vai continuar estagnada por mais tempo do que se imaginava. Woodford sustenta que o Fed deveria se comprometer com uma taxa próxima de zero, mesmo quando a economia já estiver em recuperação. Deveria deixar explícito que vai manter a taxa de juros baixa, mesmo quando já houver sinais de inflação, quando pela tradicional função de reação do Fed, os juros já deveriam estar mais altos.

A argumentação de Woodford tem um tom de escolástica barroca. O leitor, que consegue chegar ao fim, pergunta-se se não seria mais simples e eficiente que o Fed anuncie diretamente que vai fazer tudo o que for necessário para provocar inflação. Este é o objetivo: criar expectativas de que haverá inflação à frente para induzir o público a gastar. Se como sustenta Woodford, o único canal de transmissão da política monetária é a estrutura de juros reais, quando a taxa de juros nominal chega a zero, a única forma de continuar a reduzir o juro real – torná-lo negativo – é aumentar as expectativas de inflação. É o que o Fed deve fazer: provocar expectativas de inflação.

Ao anunciar o QE3, Bernanke desconsiderou as críticas de Woodford em relação à ineficácia da expansão monetária, mas incorporou sua sugestão de comprometer-se com uma política expansiva além da recuperação. Ou seja, atendeu a gregos e troianos, ou melhor, monetaristas e neokeynesianos. Ninguém, qualquer que seja sua escola, poderá discordar de que o Fed resolveu levar a política monetária expansionista a novos limites. As razões foram elencadas por Bernanke: o desemprego continua alto e há muita gente que desistiu de procurar emprego, que se retirou da força de trabalho. Bernanke vê risco que esta redução da força de trabalho, se prolongada, possa vir a se tornar estrutural.

O custo social e emocional do desemprego é sabidamente alto. Situações excepcionais levam a crer que medidas excepcionais devam ser adotadas, mas desde que tais medidas façam sentido. Agir para dar a impressão de que se tem controle das circunstâncias, sem avaliar a eficácia e o custo potencial destas medidas, não faz sentido. Infelizmente, a lógica política exige apenas que medidas sejam tomadas, sem necessariamente examinar sua eficácia. Segundo as evidências compiladas por Reinart e Rogoff, em [This Time is Different](#), não parece haver alternativa, pois todas as grandes crises financeiras da história foram seguidas de um longo período de estagnação. É bem possível que não esteja ao alcance dos Bancos Centrais fazer com que a economia se recupere de forma rápida depois de uma grande crise financeira. Este é o ponto central do argumento da [Teoria Geral](#) de Keynes.

Examinemos primeiro a hipótese da eficácia da política monetária. A versão monetarista, da expansão da base monetária via QE, não tem sustentação conceitual nem prática. A versão neokeynesiana, de Woodford, pressupõe que os efeitos da política de juros sobre a economia mantenham-se inalterados quando o juro real se torna negativo. Ou seja, os canais de transmissão da política de juros, sobre a demanda e a oferta, não têm sua atuação modificada

quando o juro real se torna negativo. A pressuposição é de que haja uma continuidade na relação inversa entre a despesa agregada e a taxa real de juros, tanto no espaço dos juros positivos quanto no dos juros negativos, como no gráfico 1 abaixo, mas o mais provável é que a relação deixe de existir, como no gráfico 2.

A oferta de pleno emprego Y^* é superior à demanda no ponto onde a taxa nominal de juros real é zero. O equilíbrio no mercado de bens, dado pela curva IS, é inferior à oferta de pleno emprego Y^* . Embora seja possível levar a taxa de juros reais (r) para abaixo de zero, via expectativas de inflação (p), tal que $r - p < 0$, ao contrário do que pressupõe o ativismo neokeynesiano, o aumento da demanda não recai sobre bens que podem ser produzidos. A demanda estimulada pelo juro real negativo é apenas a de bens especulativos, “irreproduzíveis”, percebidos como eventual reserva de valor. O juro negativo estimula a demanda de bens que são substitutos da moeda. O objetivo é preservar o valor da poupança, não aumentar o consumo e o investimento. A demanda por bens “produzíveis” é insensível ao juro real negativo. A curva IS se torna vertical a partir do ponto 1, como no gráfico 2.

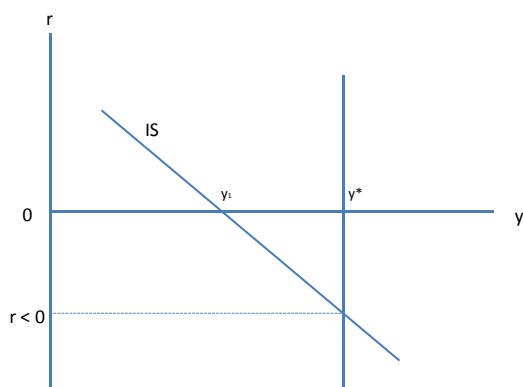


Gráfico 1

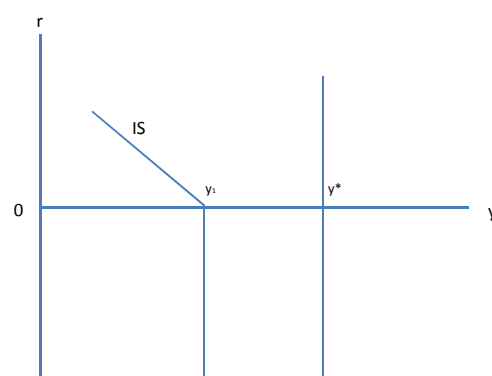


Gráfico 2

Em nenhum momento do artigo de Woodford, a hipótese implícita de que o efeito do juro real negativo não é diferente do juro real positivo é questionada ou examinada. As evidências apresentadas se restringem a demonstrar que o Banco Central é capaz de provocar aumento da renda nominal, quando cria expectativas inflacionárias. Uma mera tautologia. O aumento da renda real e do emprego é o objetivo da política monetária, não o aumento da renda nominal e da inflação.

Juros negativos punem os que pouparam. Aqueles que dependem de renda da poupança deverão reduzir, não aumentar, suas despesas. É possível que juros reais negativos estimulem a despesa, tanto o investimento quanto o consumo, mas é altamente questionável que despesas estimuladas pelo juro negativo tenham a mesma eficiência alocativa, tanto em termos de eficiência do investimento, quanto em termos de bem estar associado ao consumo. A evidência das economias que passaram por alta inflação, ou por inflação reprimida, com juros reais negativos é eloquente.

Juros negativos reduzem a confiança na poupança financeira e estimulam a aquisição de bens que possam servir de reserva de valor. Estes bens são justamente os irreproduzíveis, como metais preciosos, terra e obras de arte, cujo aumento especulativo dos preços não estimula a oferta, não gera renda nem emprego. A poupança intermediada pelo mercado de capitais organizado, a poupança financeira, por ter maior capilaridade é mais eficiente em termos de alocação de recursos. Uma política de juro real negativo abala a credibilidade da poupança financeira e distorce o sistema de incentivos à alocação dos recursos

do mercado de capitais. O risco da tentativa de inflacionar a qualquer custo pode ser justamente o seu sucesso: conseguir provocar apenas inflação e as distorções que a acompanham, sem nenhum efeito positivo sobre a renda e o emprego.

Em resumo: a política monetária clássica, baseada na TQM, como o QE, não parece ter nenhum efeito sobre a demanda agregada nas atuais circunstâncias americana. A política monetária neokeynesiana, depois da taxa de juros nominal atingir seu limite inferior, depende da capacidade de criar expectativas inflacionárias para tornar o juro real negativo. Não há dúvida de que o juro real negativo tem efeito sobre a demanda e a alocação da poupança, mas é altamente questionável que seu impacto sobre a renda e o emprego seja semelhante ao de uma redução do juro real positivo. Os mecanismos de transmissão, as motivações psicológicas e o cálculo econômico associados ao juro real negativo são radicalmente diferentes dos associados ao juro real positivo. Os mecanismos de transmissão associados à política de juros é um com o juro positivo e outro, completamente diferente, com o juro real negativo. Não existe continuidade entre o espaço do juro real positivo e o espaço do juro real negativo, como pressupõe a sugestão neokeynesiana.

A política monetária expansionista clássica – de expansão das reservas bancárias – é apenas inócua, a política monetária neokeynesiana – que cria expectativas inflacionárias para tornar o juro real negativo – pode ser altamente prejudicial ao bom funcionamento da economia. As eternas pressões políticas sobre as autoridades monetárias ficam, evidentemente, reforçadas pela gravidade da situação atual. Pressionado para agir e dar sinal de que não está insensível, faz mais sentido optar pelo caminho do monetarismo clássico, que ao menos é inócua, ao do neokeynesianismo, com o qual Bernanke tem muito mais identidade intelectual. Só assim é possível entender que o monetarismo, morto e sepultado há décadas, tenha ressurgido das cinzas, sob a aparência de um novo instrumental denominado Quantitative Easing.

Mais difícil de compreender é que o neokeynesianismo tenha se afastado de suas raízes a ponto de esquecer o ponto crucial da Teoria Geral de Keynes: a economia pode ficar estagnada num equilíbrio abaixo do pleno emprego por tempo indeterminado e a política monetária não é capaz de tirar a economia deste atoleiro. A Lei de Say, segundo a qual a oferta cria sua própria demanda, não é válida. Tanto a expansão da moeda quanto a redução dos juros são ineficazes para relançar uma economia presa no que Keynes chamou de a Armadilha da Liquidez. Nestas circunstâncias, toda a expansão monetária é entesourada, com proporcional redução da velocidade de circulação da moeda, sem que haja queda do juro e aumento da demanda. A única forma de dar partida na economia é através do aumento exógeno da demanda, que no caso da economia fechada com o qual raciocinava Keynes, é através do aumento dos gastos do governo. O aumento exógeno da demanda funciona como motor de arranque, põe em funcionamento do Multiplicador Keynesiano da Renda. A IS do gráfico 3 para a direita até que o pleno emprego seja atingido com juro real positivo.

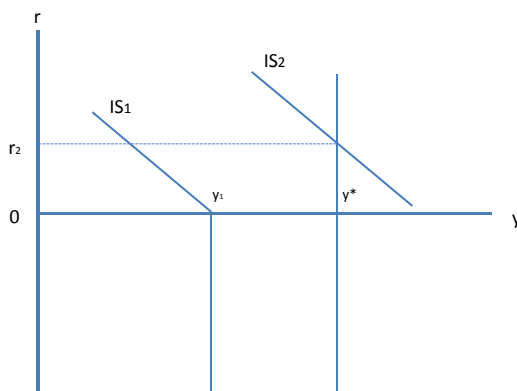


Gráfico 3

O grande defensor do keynesianismo clássico hoje é Paul Krugman. Contemporâneo de Bernanke no MIT, ele também ganhador do Nobel de economia, como articulista de jornal, crítico ferrenho da condução da política econômica americana desde a crise, Krugman passou a ser visto com certa resistência pela academia. Sua tese é a de Keynes: só o aumento expressivo dos gastos públicos irá tirar a economia americana da estagnação.

Há uma diferença que parece-me fundamental entre a situação atual e a dos anos 30 do século passado. A bem sucedida política, posta em prática pelo Fed para evitar o colapso do sistema financeiro, impediu que se chegasse uma grande depressão como a dos anos 30. Em contrapartida, o excesso de endividamento não desapareceu, como teria ocorrido com a quebra generalizada. Grande parte das dívidas privadas foi transferida para o setor público, mas o endividamento das famílias continua alto. Nessas condições, o aumento dos gastos públicos pode ser muito menos eficiente do que quando a economia está estagnada, mas sem dívidas, devastadas pela recessão.

Primeiro, porque se o setor privado continua preocupado em reduzir seu endividamento, o aumento da renda decorrente dos gastos do governo será em grande parte poupado. O multiplicador keynesiano, que é uma função inversa da taxa de poupança, perde eficácia. Segundo, porque quando a dívida pública já é percebida como excessiva, o aumento do déficit do governo pode levar à perda de confiança na sua capacidade de se refinarçar. Num primeiro momento, o QE permite ao Fed comprar dívida privada com a expansão da moeda, portanto sem aumento do endividamento público, mas quando mais à frente for necessário esterilizar este excesso de liquidez, haverá um aumento da dívida pública proporcional à compra de dívida privada. Hoje, para o governo americano, tal preocupação ainda parece improcedente. Com o juro a zero, o custo de financiamento da dívida nunca esteve tão baixo. Um banco central determinado a criar expectativas de inflação a todo custo, uma dívida pública percebida como excessiva, associados a grandes déficits do governo, não parece uma combinação estável para o país que pretende continuar a ser o emissor da moeda reserva mundial. Há efetivamente razão para que se questione a adoção da receita keynesiana clássica. Mais difícil é compreender porque em lugar de analisar como adaptá-la às circunstâncias de hoje, o debate tenha regredido às questões que desde a Teoria Geral já pareciam esclarecidas.