



TCC/UNICAMP
M367p
IE

Aluno: Ítalo Pedrosa Gomes Martins



UNICAMP

CEDOC - IE - UNICAMP

AS PROPOSIÇÕES DE POLÍTICA MACROECONÔMICA DO MAINSTREAM PARA O PÓS-CRISE E A INSERÇÃO DO PENSAMENTO NOVO KEYNESIANO

Aluno: Ítalo Pedrosa Gomes Martins

RA: 073220

Orientadora: Profa. Dra. Maryse Farhi

Farhi, Maryse

Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, Dezembro de 2010.

TCC/UNICAMP
M367p
1290005316/IE

201100295

Ítalo Pedrosa Gomes Martins

AS PROPOSIÇÕES DE POLÍTICA MACROECONÔMICA DO MAINSTREAM PARA O PÓS-CRISE E A INSERÇÃO DO PENSAMENTO NOVO KEYNESIANO

Monografia apresentada como requisito parcial para a conclusão do Curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Campinas - Unicamp, Instituto de Economia.

Orientadora: Profa. Dra. Maryse Farhi

Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, Dezembro de 2010.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	5
CAPÍTULO 1 – ESCOLA NOVO CLÁSSICA.....	7
a) Aspectos teóricos.....	8
i) Expectativas Racionais.....	9
ii) <i>Market Clearing</i> Contínuo.....	12
iii) Oferta agregada – efeito surpresa de Lucas.....	13
b) Implicações para Política Econômica.....	15
i) Ineficiência das políticas.....	15
ii) Custo real de desinflação.....	17
iii) Independência do Banco Central e política monetária.....	19
iv) Política Fiscal.....	20
c) Impacto dos Novos Clássicos.....	21
d) Razões para o sucesso.....	22
CAPÍTULO 2 – ESCOLA NOVO KEYNESIANA.....	24
a) Rigidez de preços.....	26
i) Salários nominais.....	26
ii) Preços nominais.....	28
iii) Salários reais.....	30
iv) Preços reais.....	31
b) Modelos de racionamento de crédito.....	32
c) Ciclos de negócio.....	33
d) Proposições de política econômica.....	36
CAPÍTULO 3 – OS FORMATOS DE POLÍTICA DO “CONSENSO” ANTES DA CRISE.....	37
a) Recomendações do Consenso.....	40
i) Política Monetária.....	40
(1) <i>Inflação</i>	40
(2) <i>Taxa de Juros</i>	43
ii) Política Fiscal.....	43
iii) Regulação Financeira.....	46
b) As proposições do consenso e os Novos Keynesianos.....	46
CAPÍTULO 4 – OS FORMATOS DE POLÍTICA DO CONSENSO PARA O PÓS-CRISE.....	47
a) Lições da Crise.....	47

b) Discussões recentes	52
i) Política Monetária	52
ii) Política Fiscal	56
iii) Políticas Macroprudenciais	60
c) Considerações finais	64
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	69

INTRODUÇÃO

No decorrer da crise econômica iniciada em 2007 com o aumento da inadimplência no crédito hipotecário de alto risco nos EUA, os governos lançaram mão de diversos instrumentos de política econômica que, até pouco tempo atrás, seriam considerados inadequados pelo *mainstream* e pelo FMI e, no mínimo, gerariam insatisfação dos agentes do mercado financeiro. Passada a fase crítica da crise, começa-se a pensar nos moldes de política macroeconômica que serão adotados no pós-crise.

No mês de fevereiro de 2010, o FMI publicou um artigo intitulado “Rethinking Macroeconomic Policy” (Blanchard et al., 2010). Esse artigo, assinado pelo economista chefe da instituição e alguns de seus colaboradores, afirma que várias das diretrizes que eram recomendadas como sólida política macroeconômica possuíam falhas importantes ou não estavam corretas.

O objetivo da pesquisa é investigar em que medida a crise terá consequências para as diretrizes das políticas macroeconômicas recomendadas pelo *mainstream* econômico (definição na qual se enquadra o FMI) e identificar qual escola de pensamento fornecerá os pilares que o sustentarão.

A hipótese adotada é a de que está em curso uma transformação no *mainstream*, que assumirá um escopo proveniente do pensamento Novo Keynesiano, por ampliar a incorporação das imperfeições dos mercados e da concorrência imperfeita, e que estes também se encontram num processo de transformação, adequando seus modelos à realidade observada na crise e agregando conclusões de outras escolas de pensamento para reafirmar sua hegemonia da teoria econômica.

O trabalho é composto por uma revisão das principais características das escolas de pensamento mais importantes na formação do consenso macroeconômico antes da crise, que serão realizadas nos capítulos 1 e 2. No primeiro, constarão os principais aspectos teóricos dos Novos Clássicos e no segundo, dos Novos Keynesianos. No capítulo 3, serão levantados os elementos de política macroeconômica considerados como padrão antes da crise, relacionando-os às escolas de pensamento descritas nos capítulos 1 e 2. No capítulo 4, será

discutido, principalmente a partir de Blanchard et al. (2010), quais serão as recomendações de política macroeconômica para o pós-crise. Também no capítulo 4, a hipótese será testada relacionando os principais aspectos teóricos das escolas de pensamento e das proposições de condução macroeconômica, identificando em que escola de pensamento cada elemento de política se embasa para chegar àquela conclusão.

CAPÍTULO 1 – ESCOLA NOVO CLÁSSICA

Durante a década de 1950 e 1960 os Keynesianos sofreram diversas críticas de Milton Friedman, ganhador do Prêmio Nobel de 1976 e um dos principais críticos da teoria Keynesiana clássica a partir da década de 60, especialmente no que se refere à hipótese de *trade-off* entre a taxa de inflação e o nível de desemprego no curto-prazo.

No início da década de 70, ressurgiu do pensamento neoclássico pré-Keynesiano a crença que a economia de mercado seria capaz de levar à estabilidade macroeconômica e que os governos não deveriam realizar políticas econômicas discricionárias. Esta crença encontrou respaldo político nos governos de Reagan e de Thatcher e passou a constituir o pilar das políticas macroeconômicas. Os modelos Keynesianos, segundo os críticos, estavam fundamentados em pilares defeituosos. A principal crítica se deu no âmbito da Curva de Phillips, que sustentava a existência de um *trade-off* entre o nível de inflação e o desemprego.

Nesse sentido, Friedman já havia reagido, alegando que a ideia desse *trade-off* dependia de um pressuposto irrealista de que os trabalhadores possuíam ilusão monetária permanente. Ou seja, os trabalhadores se guiavam por salários nominais e erravam persistentemente as suas expectativas de inflação. O contraponto oferecido por Friedman foi de que os trabalhadores formam suas expectativas de inflação olhando para trás, verificando o quanto variou a inflação efetiva em relação à esperada e então estendem essa diferença para a expectativa de inflação futura. As expectativas adaptativas, como foram denominadas, levaram ao conceito da curva de Phillips aceleracionista. Nesse caso, haveria um *trade-off* temporário entre a variação da taxa de inflação e o desemprego.

Friedman reintroduziu a concepção Wickselliana de taxa natural, aplicando-a na taxa de desemprego. Por definição, a taxa de desemprego natural corresponde ao ponto em que a inflação esperada é igual à inflação observada. Os fatores que levam à existência de uma taxa natural de desemprego são a existência de desemprego friccional e de rigidez no mercado de trabalho, como a existência de seguro desemprego. Há uma aceleração (desaceleração) da inflação caso o nível de desemprego corrente em relação ao desemprego natural esteja abaixo (acima) da taxa natural. A expectativa de inflação dos agentes é o canal de transmissão para o

produto e para o desemprego. Se os trabalhadores subestimam a taxa de inflação esperada em relação ao aumento de preços efetivo, significa que eles aceitaram trabalhar por um salário real menor – que leva a um aumento do nível de emprego. Mas se superestimam, da mesma forma, o nível de salário real se eleva e também o desemprego.

A escola Novo Clássica ganhou projeção na década de 1970, como uma extensão da reação de Friedman à economia Keynesiana, embora de forma mais contundente. Constituiu também uma reação à Friedman, na medida em que não aceita as proposições do monetarista no que tange a formação de expectativas. A principal crítica dos Novos Clássicos aos Keynesianos é que as expectativas não são incorporadas endogenamente nos modelos, o que invalida, segundo a crítica, as recomendações de política econômica.

O rótulo de Novos Clássicos, segundo Snowdon & Vane (2005), remete à retomada da metodologia clássica de análise, pautada nos equilíbrios de mercado e assumindo o contínuo *market clearing* num contexto de mercados competitivos. Podem ser encontrados também sob o rótulo de neomonetaristas, como em Screpanti & Zamagni (2005), sob o argumento de que estavam explícita e diretamente ligadas à tradição monetarista. Os principais expoentes dessa escola de pensamento são Robert Lucas Jr., Thomas Sargent, Neil Wallace, Edward Prescott, Robert Barro e Finn Kydland.

A discussão da escola Novo Clássica se dará de forma a contemplar quatro aspectos principais na análise: as principais premissas teóricas, as implicações para as políticas econômicas, o impacto dos Novos Clássicos e uma discussão sobre as razões que podem explicar o sucesso dessa escola no pensamento econômico.

a) Aspectos teóricos

A abordagem Novo Clássica apresenta algumas características importantes e distintivas, especialmente no aspecto metodológico. Como destacado por Snowdon & Vane (2005):

- Apoia-se na microeconomia neoclássica, com o equilíbrio geral Walrasiano. O modelo neoclássico supõe que as empresas maximizem seus lucros no ponto em que a receita marginal com a venda de um determinado bem se iguale ao seu custo marginal, ou no caso dos mercados em concorrência perfeita se iguale o preço ao custo marginal, já que os agentes são tomadores de preço. Os ajustes às condições de mercado são instantâneos;
- Adota a concepção neoclássica de que todos os agentes econômicos são racionais. As famílias maximizam sua utilidade a partir de sua restrição orçamentária e as firmas maximizam seus lucros;
- Os agentes não sofrem de ilusão monetária e somente as variáveis reais importam para as decisões de otimização dos agentes;
- E, por último, consideram que os preços e salários plenamente flexíveis garantem que se as oportunidades de benefício mútuo da troca se exaurem, consumindo todas as chances de negócios lucrativos adicionais.

Do ponto de vista metodológico no programa de pesquisa macroeconômica, adotam microfundamentos para construção dos pilares teóricos. O individualismo metodológico passa a assumir também na macroeconomia um papel central.

A macroeconomia Novo Clássica parte de três sub-hipóteses, as expectativas racionais, o *market clearing* contínuo e a hipótese sobre a oferta agregada. Esses aspectos serão tratados de forma individual, pois são essenciais para compreender as proposições de política econômica, as decorrências da adoção dessas hipóteses e até mesmo as origens da reação que houve por parte do Novo Keynesianismo aos Novos Clássicos.

i) Expectativas Racionais

As expectativas dos agentes assumem uma posição importante dentro do estudo da economia pelo fato de que os agentes tomam decisões no presente para obter retornos incertos¹ no futuro. A hipótese das expectativas racionais surgiu a partir de um estudo de Muth (1961), economista americano assistente de Modigliani.

¹ Nesse caso, a incerteza quanto aos retornos é passível de mensuração probabilística, não assumindo, portanto, o sentido que assume para os Pós-Keynesianos.

Muth partiu da constatação de que os modelos não pressupunham suficientemente a racionalidade dos agentes². O objetivo de Muth em seu artigo era o de delinear uma teoria sobre a formação das expectativas e demonstrar que as implicações do modelo proposto seriam econometricamente consistentes com a observação dos dados. As duas conclusões que ele procura demonstrar são: as expectativas médias em uma indústria são mais acuradas do que modelos “ingênuos” e tão acuradas quanto um sistema de equação elaborado, embora haja considerável divergência de opiniões entre os agentes; e as expectativas formadas em geral subestimam a extensão das mudanças que ocorrem na realidade.

A hipótese de expectativas racionais assume que: (1) a informação é escassa e geralmente o agente econômico não a desperdiça. (2) A forma como as expectativas são formadas depende especificamente da estrutura do sistema relevante que descreve a economia, ou seja, os agentes levam em conta as características específicas do sistema econômico vigente. (3) A “previsão pública”, no sentido de Grunberg e Modigliani (1954), não terá nenhum efeito substancial sobre o funcionamento do sistema econômico (a menos que seja com base em informação privilegiada). Por outro lado, a hipótese não propõe que as estimativas dos agentes econômicos dependam de conhecer um sistema de equações que descreva a economia, nem que as previsões destes sejam perfeitas ou que as expectativas sejam idênticas entre os diferentes agentes.

Segundo Snowdon & Vane (2005), após a ideia inovadora de Muth, duas versões da hipótese de expectativas racionais têm sido propagadas no meio teórico da economia. A primeira, considerada a mais fraca pelos autores, considera que os agentes, ao formar suas expectativas ou previsões de uma determinada variável, o farão de modo a utilizar de maneira mais eficiente todas as informações publicamente disponíveis – considerando os fatores que eles acreditam que determinam a variável. Em outras palavras, pressupõe-se que as expectativas são formadas racionalmente em linha com o comportamento maximizador de utilidade dos indivíduos.

A versão considerada mais forte sobre a hipótese das expectativas racionais provém do artigo citado de John Muth e foi usada pelos principais expoentes da

² Os modelos que assumem agentes racionais presumem “*that each decision-maker is rational in the sense that he is aware of his alternatives, forms expectations about any unknowns, has clear preferences, and chooses his action deliberately after some process of optimization.*” (Osborne & Rubinstein, 2001, pp. 4)

escola Novo Clássica, como Robert Lucas Jr. Nessa versão, a expectativa subjetiva dos agentes econômicos a respeito das variáveis coincidirá com o modelo matemático objetivo e real daquelas variáveis, mesmo que não se conheça exatamente o modelo “correto” da economia. É importante enfatizar que isso não significa que os agentes preveem o futuro de maneira correta. Os agentes podem errar ao formar suas expectativas, já que se considera que as informações utilizadas para previsão são incompletas. Com expectativas racionais, na média, as expectativas estarão corretas, ou seja, serão iguais ao valor observado.

A hipótese de expectativas racionais, em seu modelo mais forte, pode ser então expressa por:

$$P_t^e = P_t + \varepsilon_t$$

Onde P_t^e é a inflação esperada de t para t+1; P_t é a taxa de inflação real de t para t+1; e ε_t é o termo de erro aleatório, que tem média zero e não é correlacionado com as informações disponíveis no momento, caso contrário os agentes não estariam explorando todas as informações disponíveis.

Walters (1971) e Lucas (1972), como exposto em Minford e Peel (1983), foram os pioneiros em aplicar a hipótese de expectativas racionais de Muth para o centro da análise macroeconômica. Walters mostrou que o efeito da moeda nos preços seria substancialmente mais rápido com expectativas racionais. E Lucas afirmou que, sob a hipótese de expectativas racionais, a expansão monetária não poderia elevar o produto além da taxa natural (hipótese da taxa natural). O aspecto central que as expectativas racionais assumem, e esse é o sentido da reação Novo Clássica à Friedman, é o de afirmar que as estimativas dos agentes econômicos não podem estar sistematicamente erradas. Se as expectativas estivessem erradas num dado momento, os agentes aprenderiam com os seus erros, mudariam o modelo pelo qual formam expectativas e acabariam por eliminá-los.

Como exposto em Snowdon & Vane (2005), existem três linhas de crítica ao modelo de expectativas racionais. A primeira delas considera que os custos de adquirir e processar as informações públicas disponíveis para prever os valores futuros de uma variável pode ser demasiadamente elevado. Na versão mais fraca, hipoteticamente não é necessário que os agentes usem todas as informações públicas disponíveis, já que buscam utilizar de maneira eficiente a informação

disponível (i.e., utilizam a informação até o ponto em que o benefício marginal do uso da informação se iguala ao custo marginal).

A segunda crítica se refere ao problema de como os agentes econômicos conhecem o modelo “correto” da economia, já que até mesmo os economistas divergem a esse respeito. No entanto, essa crítica só vale para a versão mais fraca da hipótese de expectativas racionais, já que a versão de Muth não requer que os agentes conheçam esse modelo, somente que formem expectativas que não estão sistematicamente erradas. Mesmo assim, os críticos não se convencem e alegam que a restrição imposta pelos custos da informação, combinada com a incerteza sobre o modelo adequado da economia podem levar os agentes a errarem sistematicamente suas previsões.

A terceira, associada à escola Pós-Keynesiana, se relaciona com o problema da formação das expectativas num mundo incerto. Nessa visão, cada evento histórico é único e não repetitivo (não ergódico). Sob essa condição, as regras de probabilidade não se aplicam e dessa forma não se pode traduzir o futuro numa distribuição de probabilidades.

De acordo com os Pós-Keynesianos, é importante também distinguir as situações que envolvem risco das que envolvem incerteza. Nas que envolvem risco, a distribuição de probabilidades é conhecida. Mas por outro lado, para as que envolvem incerteza não é possível construir uma distribuição de probabilidades. Como a hipótese de expectativas racionais assume que os agentes econômicos podem formular uma distribuição de probabilidades para os valores que as variáveis podem assumir, as expectativas racionais pertenceriam então ao mundo dos riscos e não explicariam as situações que envolvem incerteza.

ii) *Market Clearing* Contínuo

A adoção da hipótese de *market clearing* contínuo é um retorno à microeconomia Walrasiana. *Market clearing* pode ser definido como o resultado ótimo que equilibra demanda e oferta a partir da percepção de preço dos agentes, em todos os pontos no tempo – ou seja, as oportunidades de ganho se exauram a

todo tempo. Nesse sentido, os modelos dos Novos Clássicos podem ser entendidos como de equilíbrio, retomando a análise da economia neoclássica.

O *market clearing* depende da concepção de que os agentes são tomadores de preço, ou seja, não têm poder de mercado para influenciar na formação destes. Os preços são assumidos como flexíveis, e é justamente esse fato que permite que a oferta e a demanda se ajustem nos diferentes períodos. Assim, assume-se que os mercados operam no regime de concorrência perfeita, o que levaria à alocação Pareto-ótima dos recursos, a despeito da discussão microeconômica de crítica a essa hipótese que se inicia com Sraffa (1926).

A hipótese de *market clearing* também supõe que o ajuste de preços ocorre instantaneamente. Por trás dessa afirmação, está a ideia de eficiência dos mercados. Ainda que as expectativas racionais tivessem uma boa aceitação, esse aspecto teórico é bastante controverso e as críticas aos Novos Clássicos foram constituídas de forma a negar esse pressuposto.

iii) Oferta agregada – efeito surpresa de Lucas

Várias explicativas sobre a hipótese de oferta agregada são encontradas na literatura, destacando-se a de Lucas (1972,1973). A explicação da hipótese se baseará nas proposições de Lucas nos referidos artigos.

A hipótese de oferta agregada de Lucas tem seus argumentos básicos pautados no mercado de bens e nas decisões de ofertar das firmas. Um elemento importante para compreender as conclusões derivadas do modelo é a incompletude da informação. A firma sabe os preços de seu mercado, mas o nível geral de preços é conhecido somente depois de um lapso temporal. Ao perceber um aumento de preços no seu mercado, a firma se defronta com duas possibilidades: ou a demanda no seu mercado cresceu e houve uma mudança de preços relativos em seu favor ou o nível geral de preços se elevou sem alterações nos preços relativos. Adicionalmente, podem ocorrer os dois efeitos no mesmo momento, com uma alteração nos preços relativos acompanhada de um aumento no nível geral de preços (se os reajustes foram mais ou menos acelerados naquela indústria).

Num contexto de preços dados e de expectativas racionais, a firma tomará sua decisão de que quantidade produzirá a partir da informação de preço. Se houve aumento real de preços, isto é, se de fato se elevou a demanda naquele mercado em que atua, a empresa deve aumentar a produção. Por outro lado, se somente se elevou o nível nominal de preços, as firmas não devem ajustar o nível físico de produção, visto que não se alteraram os preços relativos. O problema decorre da dificuldade de extrair um sinal correto da variação dos preços, num contexto de informação imperfeita.

Partindo do problema acima relatado, Snowdon & Vane (2005) expõem a curva de surpresa de Lucas:

$$Y_t = Y_{N_t} + \alpha[P_t - P_t^e], \quad \alpha > 0 \quad (1.1)$$

considerando que as expectativas se formam racionalmente,

$$Y_t = Y_{N_t} + \alpha[P_t - E(P_t|\Omega_{t-1})] + \varepsilon_t \quad (1.2)$$

onde Y_t representa o produto, Y_{N_t} é o produto natural, P_t é a taxa de inflação atual, $E(P_t|\Omega_{t-1})$ é a expectativa racional da taxa de inflação pelas informações disponíveis até o período anterior e ε_t é o termo de erro aleatório.

Uma reformulação de Lucas (1973) para evitar autocorrelação entre agregados econômicos, inclui-se um termo de defasagem no produto:

$$Y_t = Y_{N_t} + \alpha[P_t - E(P_t|\Omega_{t-1})] + \beta(Y_{t-1} - Y_{N_{t-1}}) \varepsilon_t \quad (1.3)$$

Incluindo a Lei de Okun (Okun, 1962), que afirma que há uma relação estável, negativa e previsível entre desemprego e produto, a função de oferta agregada surpresa de Lucas pode ser vista como uma visão alternativa das curvas de Phillips com expectativas racionais:

$$P_t = E(P_t | \Omega_{t-1}) - \varphi(U_t - U_{N_t}), \quad \varphi > 0 \quad (1.4)$$

onde U_t é a taxa de desemprego atual e U_{N_t} é a taxa de desemprego natural. Reorganizando, se obtém a equação

$$U_t = U_{N_t} - \frac{1}{\varphi} [P_t - E(P_t | \Omega_{t-1})] \quad (1.5)$$

Nessa formulação, uma surpresa inflacionária levaria a uma redução temporária do desemprego para um nível abaixo do natural. Assim, uma expansão monetária enganaria os empresários – que formularam suas expectativas de modo racional, mas com limitação de informações – e estes elevariam sua produção para atender a demanda adicional. Como não houve alteração nos preços relativos, o empresário logo perceberia que a produção se encontrava em um nível físico acima do ponto ótimo, dado aquele preço real.

O fundamental a ser notado é que somente através do efeito surpresa a política monetária surtiria algum efeito. No limite, à medida que a expansão monetária se repita e se torne conhecida pelos agentes, o efeito surpresa tende a desaparecer e os empresários somente elevariam seus preços, sem contratar trabalho adicional, tornando a política monetária completamente ineficiente.

b) Implicações para Política Econômica

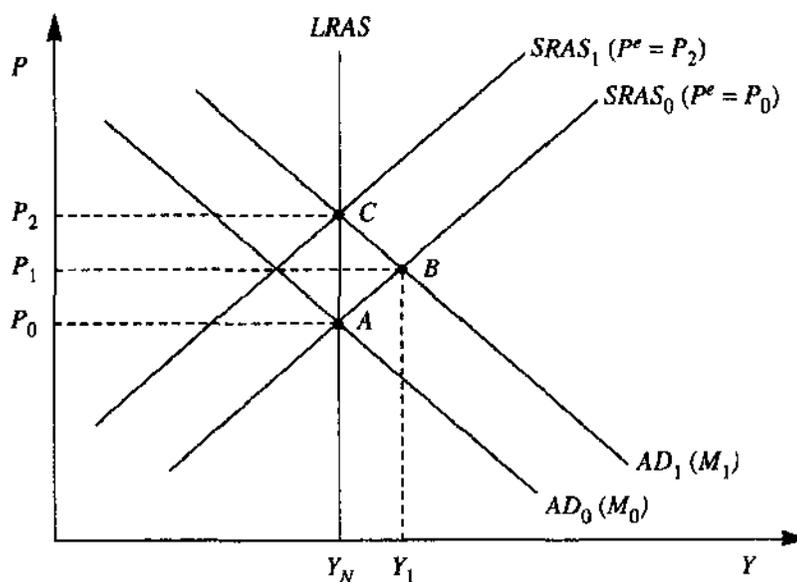
i) Ineficiência das políticas

Sargent e Wallace (1975, 1976) foram os primeiros a propor a ineficiência da política macroeconômica. Se os *policy makers* anunciam que vão fazer uma expansão monetária, as firmas elevarão seus preços por saber (expectativas formadas racionalmente) que não haverá mudança nos preços relativos.

No gráfico 1, nesse movimento o nível de equilíbrio se alteraria do ponto A para o ponto C. A curva de demanda agregada AD_0 se deslocaria para AD_1 e

simultaneamente $SRAS_0$ se desloca para $SRAS_1$, mantendo o mesmo nível de demanda e oferta reais, mas com elevação de preços de P_0 para P_2 . O produto e o emprego se manteriam no seu nível natural de longo prazo (curva de oferta de longo prazo vertical).

Gráfico 1 – Efeitos de uma expansão monetária antecipada e não antecipada no nível de produto e de preços



Fonte: Snowdon & Vane (2005)

Por outro lado, se a expansão monetária não é anunciada pelas autoridades, ocorrerá um aumento temporário do nível de produto, para além da taxa natural, bem como do nível de emprego. Com informações imperfeitas, as firmas entenderiam que pelo menos parte do aumento de preços com que ela se defronta no seu mercado se deve a uma elevação da demanda e, por conseguinte, uma alteração de preços relativos em seu favor. Frente a essa situação, contratam-se mais trabalhadores e eleva-se o nível de produção.

No gráfico, essa situação seria expressa pelo deslocamento da demanda agregada de AD_0 para AD_1 , já que as firmas elevaram sua produção (Lei de Say), e intercepta a curva de oferta agregada $SRAS_0$ no ponto B, com preços P_1 . Mas, quando os empresários percebem que não houve alteração nos preços relativos, demitem trabalhadores e reduzem sua produção real. Como a demanda agregada se deslocou para AD_1 , a oferta agregada se desloca para $SRAS_1$ e o equilíbrio se

estabelecerá no ponto C, com nível de preços P_2 . O produto e o desemprego se equilibram novamente no seu nível natural.

Em larga medida, as conclusões de Sargent e Wallace derivam das suposições de que os agentes formam as expectativas de forma racional, que há a todo tempo equilíbrio entre oferta e demanda com preços flexíveis e da hipótese de oferta agregada de Lucas. Na situação exposta, a moeda é neutra e somente terá efeitos temporários caso os agentes sejam pegos de surpresa. Dito de outra forma, somente variáveis reais importam e elas não podem ser alteradas pela política monetária, a qual alteraria somente o nível geral de preços.

Quanto ao desemprego, propunha-se que não há razão para acreditar na possibilidade de desemprego involuntário num mundo de racionalidade. A oferta de trabalho no modelo depende do salário real. A decisão dos trabalhadores dependeria de uma escolha entre lazer e trabalho. Maiores salários reais favorecem que os trabalhadores abram mão de lazer para trabalhar mais. Simetricamente, se os salários reais estão baixos, os trabalhadores optam por mais lazer – como ocorreu, por exemplo, no ano de 1932, pós-crise de 29: os salários reais estavam baixos e por isso os trabalhadores voluntariamente escolheram mais lazer. A impossibilidade de desemprego involuntário seria mais uma justificativa contra a discricionariedade da política macroeconômica.

ii) Custo real de desinflação

Os Novos Clássicos, aplicando uma situação oposta à proposta por Sargent e Wallace, de que as autoridades monetárias anunciam uma contração monetária, e derivando das conclusões da ineficiência da política, propõem que a taxa de sacrifício de uma desinflação pode ser igual a zero se a contração monetária anunciada pelas autoridades for plenamente crível.

Taxa de sacrifício é o custo em termos de emprego e produto que se tem para realização do processo de desinflação da economia. Para os Keynesianos, estes custos estavam expressos na curva de Phillips clássica. Para um nível de inflação menor, a taxa de desemprego seria necessariamente maior. Para os Monetaristas ortodoxos, a variação negativa da inflação também gera desemprego, embora com

um processo dinâmico diferente dos Keynesianos. Pela proposição da curva de Phillips aceleracionista, o custo poderia ser menor se a desinflação fosse feita de maneira gradual. A manutenção do desemprego a um nível pouco acima do natural, por exemplo, por meio de uma expansão monetária decrescente ao longo dos períodos, seria suficiente para desinflacionar a economia.

Mesmo partindo da mesma base de Friedman, a de que a inflação é um fenômeno estritamente monetário, os Novos Clássicos chegam a uma conclusão distinta, com a introdução das expectativas racionais na análise. Se as autoridades monetárias anunciam uma contração monetária crível, os agentes formam suas expectativas de que o nível de preços futuro será menor e reajustam seus preços para baixo. Nesse contexto, não seria preciso seguir uma contração monetária gradual e não haveria elevação do desemprego.

A partir de uma economia esboçada no gráfico 1, supondo que a economia se encontra em equilíbrio no ponto C, com preços P_1 e com o produto no seu nível natural. As autoridades monetárias anunciam uma política de contração monetária crível do ponto de vista dos agentes, de M_1 para M_0 . Os agentes sabem que a contração monetária levará a uma redução de preços, de P_1 para P_0 . A demanda agregada, então, se move de AD_1 para AD_0 e simultaneamente $SRAS_0$ se desloca para $SRAS_1$, formando um novo equilíbrio no ponto A – ambos os movimentos ocorrem de maneira direta, já que os agentes sabem que a redução de preços é explicada pela contração monetária e não por uma queda de demanda real. Ou seja, reduziu-se o nível de preços sem que houvesse elevação do desemprego além do seu nível natural.

Os problemas suscitados pela análise de Lucas, Sargent e Wallace, abriram precedentes para que Kydland e Prescott, a partir da consideração de que o governo e os agentes econômicos jogam um jogo simultâneo não repetitivo, de informação perfeita e não cooperativo de Stackelberg³ (Snowdon & Vane, 2005, pp. 255-256), concluírem que há um incentivo por parte das autoridades monetárias agirem de maneira discricionária para tentar enganá-los, já que se atingiria um nível maior de produto e emprego temporariamente. O equilíbrio de Nash se daria em um ponto subótimo e a política econômica teria um viés inflacionário.

³ Os críticos à conclusão de Kydland e Prescott alegam que não se pode considerar que o *policy making* é um jogo repetitivo e a necessidade de olhar para o longo prazo, já que as decisões dos Bancos Centrais afetariam sua reputação. O incentivo à trapaça nos jogos seria minorado. Para mais detalhes, ver Snowdon e Vane (2005, pp. 255-256).

A partir dessa conclusão, desloca-se a discussão para outro aspecto: já que a credibilidade da política econômica pode zerar o custo da política de inflação, mas há incentivos para que a política seja discricionária, o que pode ser feito para conseguir atingir um grau de credibilidade adequado?

iii) Independência do Banco Central e política monetária

Para evitar que os incentivos à discricionariedade e o viés inflacionário da política macroeconômica, inerente às situações em que o Banco Central é administrado pelo governo, propõe-se a independência desta instituição para ampliar a credibilidade das políticas e reduzir o custo de desinflação.

"The emphasis of these models on the importance of institutions and rules for maintaining price stability provides a strong case for the establishment of independent central banks whose discretion is constrained by explicit anti-inflation objectives acting as a pre-commitment device. Since the problem of credibility has its source in the discretionary powers of the monetary authorities with respect to the conduct of monetary policy, this could be overcome by transferring the responsibility for anti-inflationary policy to a non-political independent central bank. In addition, an independent central bank will benefit from a 'credibility bonus', whereby disinflationary policies can be accomplished at a low 'sacrifice ratio' (Cukierman, 1992; Goodhart, 1994a, 1994b)." (Snowdon & Vane, 2005, pp. 258).

A ideia era, portanto, colocar o controle da inflação como fio condutor da política monetária e encarregar o Banco Central não politizado desse objetivo. Dentro da teoria Novo Clássica, essa proposta é corroborada pela equação de oferta agregada proposta por Lucas (1.1), já que a partir dela conclui-se que a estabilidade de preços é condição suficiente para que o produto cresça dentro do seu potencial. No longo prazo, a autonomia do Banco Central não prejudica a evolução da economia para os proponentes dessa medida porque a moeda é neutra, e porque há uma taxa natural para a qual converge o produto e o desemprego.

Diversos estudos empíricos, especialmente na década de 1990, procuraram verificar se existe alguma correlação entre Independência do Banco Central (IBC) e inflação. Alesina e Summers (1993) encontraram uma correlação negativa entre essas variáveis, o que indica que haja benefício em termos de inflação proveniente

do IBC – muito embora os autores tenham admitido os resultados não necessariamente provam que há uma causalidade.

O problema na proposição de IBC, segundo Mendonça (2000), está em considerar que existe um viés inflacionário

“que deriva do BC pactuar com o governo na busca de desemprego abaixo da natural, e que para alcançar esse objetivo faz uso do imposto inflacionário. [...] há muitas hipóteses ad hoc para a validade da teoria, o que indica ser mais adequado entender a “teoria do IBC” como uma análise útil para um caso particular da teoria monetária”.

Embora não constitua um consenso entre os economistas, foi concedido a muitos dos Bancos Centrais a independência, especialmente no que se refere à sua operação (decisões de política, com metas externas ao BC). A independência do BC é um dos pilares do Regime de Metas de Inflação, que foi desenvolvido posteriormente.

Entretanto, no que se refere especificamente à política monetária proposta pelos Novos Clássicos, há uma importante semelhança com Friedman. Lucas (1972) propõe a existência de uma política monetária que se baseie em regras, ao invés de discricão. As autoridades monetárias devem ter como política uma regra de expansão monetária ótima, mantendo-a constante ao longo dos períodos.

iv) Política Fiscal

A política fiscal só assume um papel significativo na teoria Novo Clássica como um possível fator de desequilíbrio. Numa política de desinflação, por exemplo, a trajetória da dívida pública deve ser compatível com a política monetária anunciada, caso contrário os agentes com expectativas racionais esperarão uma reversão da política no futuro. Ou seja, a política fiscal é um elemento importante para dar credibilidade à política macroeconômica e deve seguir um modelo que vise o equilíbrio das contas públicas.

Os argumentos Novo Clássicos estão largamente baseados na proposta da equivalência ricardiana de que o “financiamento do gasto público com a emissão de dívida tem o mesmo efeito sobre a atividade econômica que seu financiamento através de impostos” (Hermann, 2006, pp. 11). Assume-se a validade das

expectativas racionais e da alocação de recursos com base na teoria do ciclo de vida.

Ainda segundo Hermann (2006) diante do aumento da dívida pública, os agentes racionais perceberão que o governo precisará elevar os impostos para pagar futuramente os gastos atuais e arcar com os custos financeiros do endividamento. Os rendimentos futuros serão menores, em detrimento do maior rendimento atual. Dessa forma, esse rendimento extra seria poupado e utilizado para financiar o maior dispêndio com impostos posteriormente. O déficit fiscal é, neste raciocínio, neutro do ponto de vista do crescimento.

A recomendação de política fiscal é, portanto, garantir a solvência do setor público. É desejável uma trajetória declinante da dívida pública em relação ao produto, como forma de redução dos juros pagos para rolagem da dívida. Indiretamente, a queda do juro dos títulos públicos pode favorecer o crescimento do produto agregado. Ignora-se amplamente a capacidade do gasto do governo influenciar diretamente a renda bem como os outros atributos da política fiscal.

c) Impacto dos Novos Clássicos

Considerar que as expectativas são formadas de forma racional e a adoção do *market clearing* como hipótese metodológica central permitiu aos Novos Clássicos derivarem diversas conclusões a respeito da ineficiência da discricionariedade na condução da política econômica. Dentro desse mundo Novo Clássico, surge espaço para a criação da hipótese de que os mercados são eficientes. Os preços dos ativos, por exemplo, estão corretos e refletem todas as informações e fundamentos de mercado disponíveis. O quantitativismo assumiu um papel central no desenvolvimento da teoria econômica, mesmo que muitas vezes não haja a devida aderência lógica à realidade. As pesquisas de grande parte dos economistas tomaram esse rumo,

Another early paper was by Black (1973) who applied rational expectations to the foreign Exchange market, an area which has seen many further and productive applications of the concept. Some of this subsequent work used Muth's original model in a partial equilibrium equilibrium variables exogenously [...]. Other work [...] has estimated reduced form models of the

exchange rate derived from a monetary model with rational expectations. Shiller (1979) applied it to the term structure of interest rates; here too, a separate but closely related body of work has been extremely fruitful. (MINDFORD; PEEL, 1983, p.8-9)

Como pode ser notado no trecho, rapidamente a pesquisa baseada nas expectativas racionais passou a ganhar mais importância dentro da teoria econômica. As aplicações se concentraram especialmente nos mercados financeiros e na pesquisa da macroeconomia, onde as expectativas apresentam papel prático e teórico mais relevante. A partir desse programa de pesquisa, as conclusões caminharam num sentido de eficiência dos mercados:

This has taken the form of tests of the 'efficient market hypothesis'. This is a combination of the rational expectations and some hypothesis about market behavior, which thus makes it impossible to test rational expectations through the behavior of market prices. Eugene Fama (e.g. 1970, 1976) and his collaborators at Chicago have been prolific in this area, and have covered not only financial markets, with results which have at the least substantially revised the popular notions of the early post-war period than market were irrational and highly inefficient. (MINDFORD; PEEL, 1983, p.9)

A crença de que cada agente gerenciaria seus riscos e retornos de maneira adequada, somando ao crescente número de inovações financeiras que permitiram maior alavancagem⁴, levou a uma mudança na configuração do sistema financeiro internacional, cada vez mais liberalizado e desregulamentado. Após três décadas de crescente desregulamentação e avanço das finanças globais, somente a partir da crise dos *subprime* é que a ideia de eficiência dos mercados foi colocada em xeque.

d) Razões para o sucesso

No contexto em que a teoria Novo Clássica foi desenvolvida, havia uma crescente instabilidade econômica, como as causadas pelos Choques do Petróleo, pelo rompimento dos acordos de Bretton Woods e por uma crescente importância do setor financeiro em termos globais. Havia ainda uma onda liberalizante em dois países centrais: Reagan nos Estados Unidos e Thatcher na Inglaterra.

⁴ Inclusive com riscos fora de balanço, no caso de derivativos.

Segundo Screpanti & Zamagni (2005), um dos fatores que explica a ampla aceitação da macroeconomia Novo Clássica é justamente o fato de se estar na era Reagan e Thatcher. Segundo os autores

The neomonetarists were able to display a large and potent artillery of rhetorical devices, among which there was even the call to logic. But the effectiveness of this artillery was brought out by the triumph of neoconservatism in the 1970s and 1980 and, in the profession, by the groundwork undertaken by Friedman's old monetarism. (SCREPANTI; ZAMAGNI, 2005, p.344)

No âmbito acadêmico, porém, ainda segundo Screpanti & Zamagni (2005), o desenvolvimento da teoria Novo Clássica se deu sem grande rompimento com a tradição da síntese neoclássica, representando um ponto de chegada da teoria macroeconômica, e por isso gozaram de ampla aceitação. Da síntese neoclássica, os Novos Clássicos aceitaram a referência teórica fundamental do equilíbrio geral Walrasiano, de preços flexíveis, predominância da oferta na determinação do nível de equilíbrio e o caráter "natural" dessas proposições.

CAPÍTULO 2 – ESCOLA NOVO KEYNESIANA

A economia Novo Keynesiana surgiu principalmente como uma resposta à crise da teoria Keynesiana que emergiu durante a década de 70 e contra algumas das proposições Novo Clássicas. Constituem um grupo heterogêneo, com um programa de pesquisa diferenciado, mas possui em comum o senso de reação ao pensamento Novo Clássico, especialmente à hipótese de *market clearing*, e um anseio de reconstruir a macroeconomia numa base “Keynesiana”. Gregory Mankiw, Olivier Blanchard, Ben Bernanke, Joseph Stiglitz, Paul Krugman, Bruce Greenwald, Lawrence Summers, David Romer, John Taylor, George Akerlof, Michael Woodford, Mark Gertler e Nobuhiro Kiyotaki são alguns dos principais economistas que fizeram importantes contribuições para a escola Novo Keynesiana.

A distância entre a economia Novo Keynesiana e a tradicional de Keynes é enorme. A noção de Keynesianismo implícita no nome da escola é a de que “Keynesianos seriam todos aqueles que percebem a ocorrência de flutuações econômicas e de desemprego involuntário em ambientes nos quais os gostos e o estado são mantidos constantes e as expectativas não são desapontadas” (Sicsú, 1999, pp. 99). Ainda segundo Sicsú, a convergência se dá somente na aceitação de que “o curto prazo é o contexto econômico em que existem falhas de mercado que podem explicar a ocorrência de posições de equilíbrio aquém do produto do pleno emprego”. Afasta-se da ideia tradicional de ativismo da política econômica no controle da demanda, como proposto por Keynes e se concentra no lado da oferta, onde existiriam os problemas econômicos fundamentais. Por outro lado, nos termos de Mankiw (2006), o trabalho dos Novos Keynesianos “*was not revolutionary, but it was not trying to be. Instead, it was counterrevolutionary: Its aim was to defend the essence of the neoclassical-Keynesian synthesis from the new classical assault*”.

No longo prazo, a economia Novo Keynesiana se aproxima da proposta Novo Clássica, ao considerar que a curva de oferta agregada é vertical, ou seja, no longo prazo as forças de mercado levariam ao equilíbrio. Ainda assim, segundo Sicsú (1999), “essa nova corrente traz consigo de positivo a busca de realismo para calçar as suas hipóteses quanto à rigidez de certas variáveis”. Dessa forma, trazem para o *mainstream* econômico um elemento que não era uma preocupação dos Novos Clássicos, por exemplo.

De maneira geral, os Novos Keynesianos consideram a moeda neutra no longo prazo, mas não no curto prazo. Isso porque há rigidez de preços e salários e imperfeições no mercado num curto horizonte de tempo. O mercado não é de concorrência perfeita e as empresas exercem poder de mercado na formação dos preços – não são *price takers*. Existem assimetrias de informação, falhas de coordenação e externalidades que também influenciam no ambiente macroeconômico de curto prazo. Aceitam o conceito neoclássico de agentes racionais e maximizadores num quadro de referência de equilíbrio geral Walrasiano⁵. No que se refere à formação de expectativas, seguem a principal contribuição dos Novos Clássicos e consideram que são formadas racionalmente. Utilizam o aparato microeconômico neoclássico, especialmente no que tange a remuneração dos fatores de produção pela sua produtividade marginal.

Embora seja possível fazer esse sumário dos principais pontos de convergência dos Novos Keynesianos, a heterogeneidade muitas vezes se manifesta nas diferenças de visão no que tange a política macroeconômica. Mankiw (2006) enumera três ondas de pesquisa dentro do Novo Keynesianismo. A primeira é a de desequilíbrio geral (Barro and Grossman, 1971; Malinvaud, 1977). Nessa primeira reação, os autores tentaram usar o equilíbrio geral para entender qual seria a alocação de recursos caso os mercados não fossem compensados.

A segunda onda procurou compreender como o pressuposto de expectativas racionais poderia ser aplicado à macroeconomia sem a pressuposição de *market clearing*. Esse trabalho foi em grande medida uma reação às conclusões de inefetividade da política monetária de Sargent e Wallace.

E a terceira onda inicia o programa de pesquisa mais recorrente entre os Novos Keynesianos, que tenta mostrar a base racional para a existência de rigidez de preços, através dos microfundamentos. Os velhos Keynesianos usualmente consideravam que os preços eram fixos, mas não forneciam bases microeconômicas para explicar tal comportamento. Rigidez de preços não deve ser entendida no sentido estrito, mas sim como um ajuste lento que impede a compensação da oferta e da demanda nos mercados. Se os preços são rígidos, a implicação é que a

⁵ O que posteriormente permite um novo programa de pesquisa macroeconômico com equilíbrio geral, essencialmente calcado em ideias Novo Keynesianas, os modelos DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium)

pressuposição Novo Clássica de *market clearing* é inválida, bem como as conclusões que dependem desse pressuposto.

O desenvolvimento teórico dos Novos Keynesianos basicamente gira em torno da incorporação dos microfundamentos supracitados à macroeconomia - uma vez que as principais críticas ao pensamento Keynesiano giravam em torno da falta de fundamentos microeconômicos. Ao contrário de Keynes, focam principalmente no lado da oferta buscando explicar as razões pela qual pode haver desemprego involuntário.

A análise mais detalhada da Escola Novo Keynesiana será pautada em cinco tópicos: as teorias mais importantes de rigidez real e nominal de preços e salários, imperfeição dos mercados de capitais e o racionamento de crédito, visão de ciclo de negócios e as proposições de política econômica.

a) Rigidez de preços

Os Novos Keynesianos adotam a distinção Hicksiana de mercados *flex-price*, predominantemente os mercados financeiros e de *commodities*, e *fix-price*, que prevalecem nos mercados de bens e serviços e de trabalho.

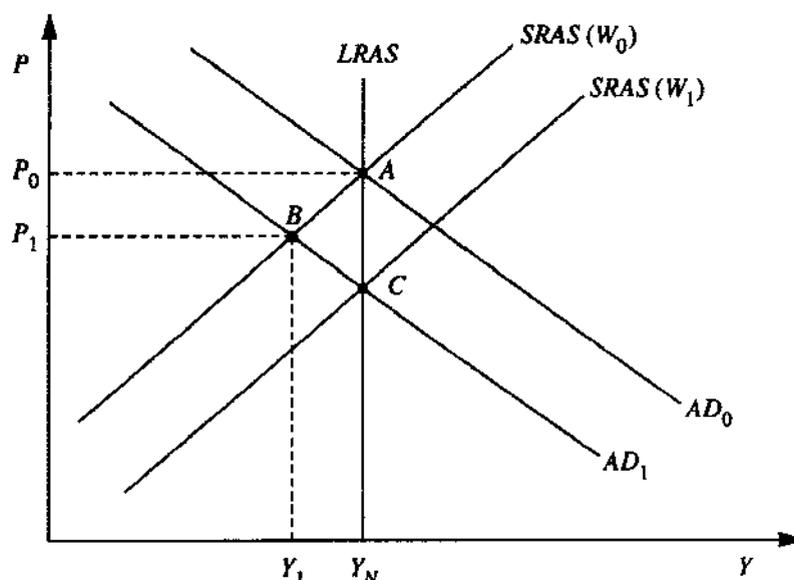
Para qualquer nível de demanda agregada nominal, é a rigidez de preços, não de salários, que explica a flutuação no nível real de atividade. Nos modelos tradicionais Keynesianos, os preços são rígidos pela rigidez de salários, pelo lado dos custos. Phelps e Taylor (1977) abriram espaço para um dos principais programas de pesquisa Novo Keynesiano, ao mostrar que distúrbios nominais podem causar efeitos reais, considerando a hipótese de expectativas racionais, mas abandonando a hipótese de *market clearing*.

i) Salários nominais

Fischer (1977) assume que os agentes negociam contratos nominais de salários por períodos maiores do que o tempo de reação das autoridades monetárias

a qualquer choque, que segundo ele é um pressuposto "empiricamente razoável". A política monetária pode surtir efeitos no curto prazo embora permaneça neutra no longo prazo.

Gráfico 2 – Efeitos de uma contração monetária para Fischer



Fonte: Snowdon & Vane (2005)

Supondo uma contração monetária causada por uma redução na velocidade de circulação da moeda, a demanda agregada se move de AD_0 para AD_1 . Para os Novos Clássicos, os salários e os preços se ajustam instantaneamente, levando a economia do ponto A para C. Entretanto, ao introduzir a rigidez de salário, como propôs Fischer, a economia se moveria de A para B, como resultado da manutenção do nível de salários W_0 . O produto real se manteria abaixo do nível natural no curto prazo. Se as autoridades monetárias realizam uma expansão monetária, a economia pode voltar para o nível A. Caso contrário, com as negociações contratuais no longo-prazo, os salários caíam de W_0 para W_1 , deslocando a curva de oferta agregada de $SRAS_0$ para $SRAS_1$, o que reestabelece o nível natural de produto.

Nesse modelo de Fischer, a não-neutralidade da moeda ocorre por conta da defasagem temporal entre o estabelecimento de contratos de trabalho e a política monetária. Mesmo que os agentes antecipem os efeitos da política monetária, os contratos que foram assinados antes do anúncio da expansão monetária não podem ser alterados para incorporar o aumento de preços esperado.

ii) Preços nominais

A teoria de rigidez nominal dos salários foi criticada por duas razões. Uma, menos importante, alegava que a teoria não possuía suficientemente microfundamentos. A outra, mais relevante, é a de que o salário real subiria durante as crises, tendo um caráter contracíclico. Nesse sentido, mesmo que muitas pessoas sejam demitidas, as que permanecem empregadas estariam satisfeitas gozando dos salários reais maiores. Nos termos de Mankiw (1991), as recessões seriam “bastante populares”.

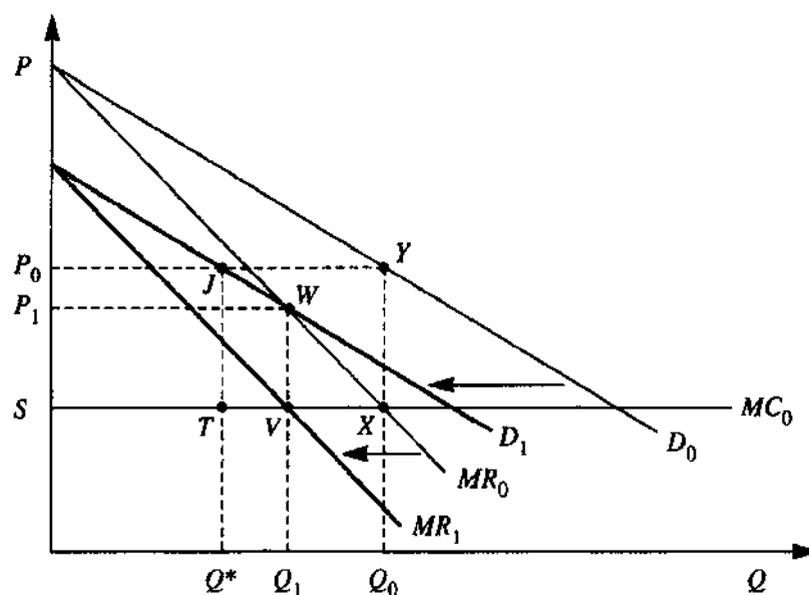
A partir dessa crítica, a atenção se voltou para a rigidez de preços no mercado de bens. Inseriu-se o modelo de concorrência imperfeita, alterando o princípio anteriormente seguido de que as firmas são tomadoras de preço em favor da ideia de que são formadoras de preço. Ao contrário do modelo de concorrência perfeita, no qual um aumento de preço pela firma representaria a perda de toda a receita, com concorrência sob condições oligopolísticas as variações marginais de preço afetam a receita marginal, bem como os lucros, de maneira menos drástica. Isso ocorre porque as firmas se defrontam com curvas de demanda individuais com algum grau de inelasticidade.

Frente a uma queda na demanda, haveria pouco incentivo para que as firmas variassem seus preços, devido aos custos de *menu*. Esses custos incluem tanto o de material físico quanto os custos administrativos e de relacionamento com clientes que incidem sobre a mudança de preços. Para provar que há racionalidade na manutenção dos preços nominais frente a uma queda na demanda e demonstrar os grandes efeitos macroeconômicos que essa decisão das empresas teoricamente pode acarretar, tenta-se provar que custo de alterar os preços pode ser maior do que o lucro gerado reduzindo no caso de uma queda na demanda.

O gráfico 3 demonstra uma situação em que por algum motivo a demanda se reduziu de D_0 para D_1 . Antes da queda, o preço e a quantidade que maximizavam os lucros eram respectivamente P_0 e Q_0 . O lucro antes da demanda cair equivale à área SP_0XY . Como a firma é formadora de preços, tem-se a opção de escolher o preço do seu produto. Após a queda na demanda, se os preços forem mantidos no nível P_0 , o lucro será expresso pela área SP_0JT . Por outro lado, se os preços forem

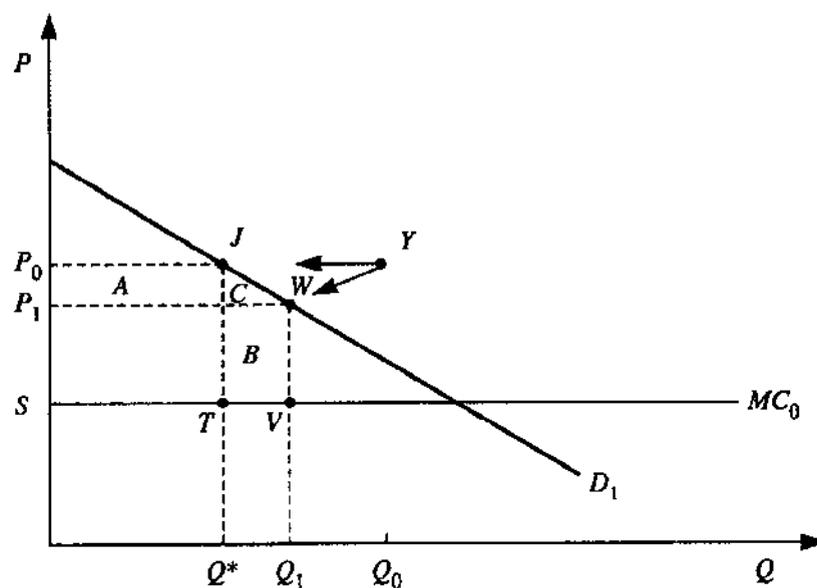
reduzidos para P_1 , o nível em que se maximiza o lucro, a área SP_1WV representa o valor deste.

Gráfico 3 – Ajustamento de preços sob competição imperfeita



Fonte: Snowdon & Vane (2005)

Gráfico 4 – Custos de menu x ajustamento do preço



Fonte: Snowdon & Vane (2005)

A diferença entre os lucros com P_0 e P_1 pode ser expressa no gráfico 4 pela área $B-A$. Se houver um custo para mudança de preços que seja maior do que a

área B-A as empresas podem optar por manter os preços constantes, que seria a decisão racional de maximizar os seus lucros. Essa decisão, embora seja ótima do ponto de vista da empresa, gera custos sociais de B+C, visto que se produz Q_0 ao invés de Q^* .

iii) Salários reais

Existem diversas teorias para explicar a rigidez nos salários reais e por esse motivo a exposição será feita com base nas que assumem maior importância no pensamento Novo Keynesiano. Dois modelos serão considerados: os de salário-eficiência e de *insider-outsider*.

Os modelos de salário-eficiência se baseiam na hipótese de que existem informações imperfeitas sobre as características dos trabalhadores, que as ações dos trabalhadores individuais não podem ser monitoradas de maneira adequada e que não é possível realizar contratos que garantam que os trabalhadores sejam responsabilizados por seus atos. Assume-se também que a produtividade dos trabalhadores dependa do quanto ele recebe. O salário eficiência seria aquele que maximiza o lucro das empresas, e não necessariamente aquele que corresponde ao equilíbrio de salários reais neoclássico. O salário real maior do que o nível de equilíbrio evita o *shirking*, ou negligência deliberada dos trabalhadores – que representaria na verdade um custo causado pela assimetria de informações entre o empregado e o empregador. No caso de elevação do nível de desemprego, os salários podem ser mantidos constantes se a opção que maximiza os lucros da empresa não for esta, já que a redução dos salários causaria queda na produtividade dos trabalhadores.

No caso do modelo de *insider-outsider*, a rigidez nos salários reais é causada porque os movimentos políticos dos trabalhadores são mais organizados para defesa dos que estão empregados do que daqueles que estão desempregados. O *insider* é aquele que está empregado e o *outsider* é aquele que está desempregado. Como exposto em Carneiro (1997), três principais fatores sustentam o maior poder de barganha dos *insiders*: os custos de empregar e demitir trabalhadores, que se traduzem em gastos com seleção e treinamento (no caso de se estar empregando);

cooperação entre os *insiders* e a atitude hostil que estes adotariam com relação aos *outsiders* que se oferecessem para ocupar o lugar de *insiders* a um salário inferior; o efeito negativo que a rotatividade poderia provocar sobre o grau de esforço despendido no processo de trabalho pelos trabalhadores remanescentes.

Os custos da rotatividade da mão-de-obra são elevados pelos *insiders* e um dos resultados é que a firma prefere mantê-los a despeito de contratar trabalhadores que estão desempregados. Os níveis de salários reais permanecem num nível real mais elevado, mesmo na presença de desemprego além da taxa natural, o que explica a existência de desemprego involuntário e queda no nível real de produto.

iv) Preços reais

Assim como no caso dos salários reais, existem diversas explicações Novo Keynesianas para que haja rigidez real de preço no mercado de bens. Segundo Snowdon & Vane (2005), as principais são as que se referem ao mercado de consumo, a da matriz insumo-produto, a de imperfeição dos mercados, da imperfeição dos mercados de capitais, das falhas de coordenação e do julgamento da qualidade pelo preço. Segue-se uma explicação básica de cada uma delas:

- mercados de consumo: os mercados consumidores se distinguem de mercados de leilão. Os consumidores têm informações imperfeitas sobre o menor preço que se pode encontrar no mercado. A ocorrência desse fato se deve aos custos de procura e à baixa frequência com que os consumidores acessam os diferentes mercados. A rigidez de preços ocorre porque quando os preços se elevam, as notícias circulam muito mais rapidamente do que quando são reduzidos. Se o vendedor reduz o preço, posteriormente terá dificuldade para restaurar os preços vigentes anteriormente;

- matriz insumo produto: é impossível para cada uma das firmas saber qual é a proporção correta de redução dos preços que equilibraria os mercados, dado que as empresas estão ligadas em uma rede bastante complexa. Assim, a empresa tem dificuldades em identificar se seu custo marginal se reduzirá e opta por manter os preços inalterados no curto prazo.

- imperfeições de mercado: nos momentos de aquecimento econômico, há grande disponibilidade de fundos a preços baixos, mas no momento de desaquecimento, com o problema da informação assimétrica, reduz-se a oferta de fundos e eleva-se seu custo. Devido a essa elevação nos custos financeiros, as empresas não conseguem abaixar seus preços;

- falhas de coordenação: foi desenvolvida por Cooper & John (1988), segundo Ball & Romer (1991). O argumento principal é que uma firma teme que as outras não a sigam em um aumento de preços, mesmo que todas as firmas o desejem, fazendo com que os preços permaneçam fixos. Da mesma forma, ao reduzi-los, corre-se o risco de entrar em uma guerra de preços;

- julgar qualidade pelo preço: as empresas relutam em reduzir seus preços reais porque num mercado com informações imperfeitas a respeito da qualidade real dos produtos, os consumidores podem julgar que a qualidade dos produtos se reduziu. Ao se defrontar com distúrbios, as empresas teriam, portanto poucos incentivos a reduzi-los.

Blinder et al. (1998) testaram a plausibilidade das teorias econômicas que explicam a rigidez de preços. Os resultados demonstraram que falha da coordenação, precificação com base no custo, competição com elementos que não preço, contratos implícitos, contratos nominais e custo do ajuste do preço foram as seis teorias mais importantes, a partir da pesquisa com os empresários. Como se pode ver através do resultado da pesquisa, os Novos Keynesianos forneceram grande parte dos desenvolvimentos no que se refere à rigidez nominal e real de preços.

b) Modelos de racionamento de crédito

O modelo de racionamento de crédito é uma tentativa de explicar a rigidez num mercado importante para determinação dos custos dos fatores. Segundo Hermann (2000), antes do pensamento Novo Keynesiano já existia modelo de racionamento de crédito, embora com foco distinto: procuravam demonstrar versões de equilíbrio e rigidez à baixa dos juros, enquanto os Novos Keynesianos visaram explicar a viscosidade dos preços no sentido ascendente. O argumento via modelo

de racionamento de crédito para o ativismo da política macroeconômica provém justamente dessa rigidez para alta dos juros, que evitaria que o choque de demanda fosse repassado para os preços.

Os bancos estão em uma posição desfavorável em relação aos tomadores de empréstimo, os quais têm um melhor conhecimento do que o banco sobre as chances reais de seu projeto mostrar rentabilidade compatível com o risco assumido, problema que é causado pela assimetria de informações. O risco que o banco assume é o de que o projeto não dê certo e que ele perca seu principal, enquanto do ponto de vista da empresa, um aumento do custo de empréstimo representaria um aumento de custo financeiro e uma diminuição do retorno esperado. O banco sabe que a empresa seria afetada por um aumento dos juros por meio da diminuição dos retornos esperados e que com isso seus riscos de perda do principal aumentariam. Nesse contexto, frente a um aumento na demanda de crédito, o banco limitaria a quantidade ofertada de crédito ao invés de aumentar os juros.

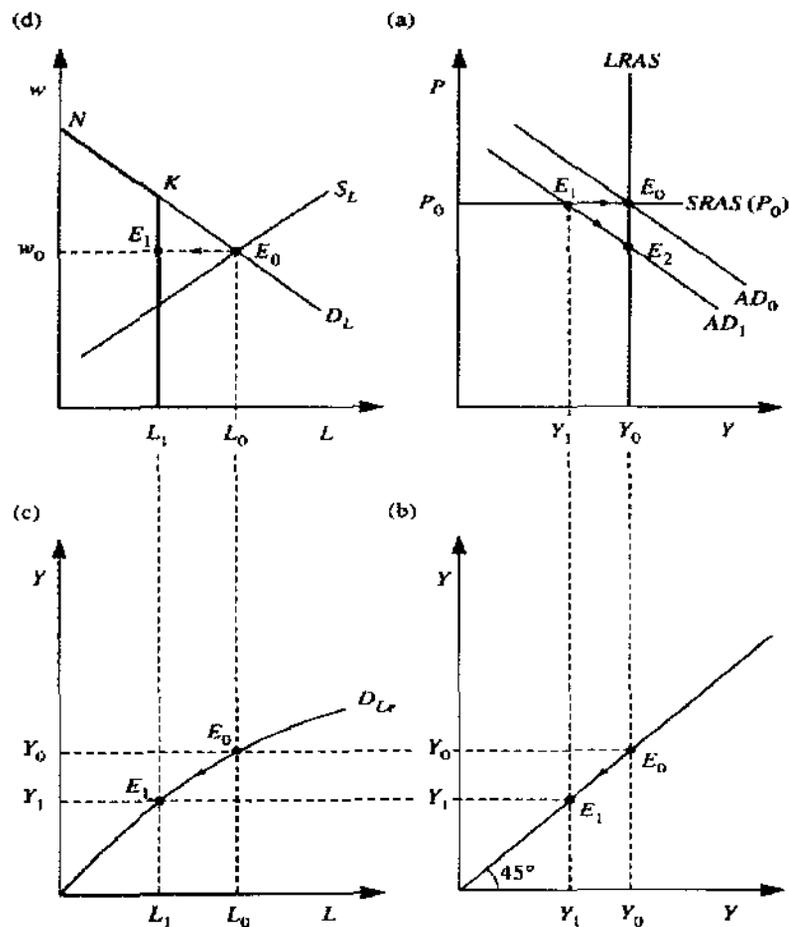
Outro fator importante no modelo de racionamento de crédito levantado por Hermann (2000), é que a elevação dos juros não reduz a demanda por fundos pela indivisibilidade do volume de recursos em cada projeto e na verdade causa um problema de seleção adversa, com oferta de fundos atendendo justamente aos projetos mais arriscados, os quais estariam mais dispostos a se financiarem com taxa de juros mais elevadas. A taxa de juros nesse caso não seria um instrumento de *market clearing*, mas um instrumento de controle dos riscos por parte dos bancos. Isso significa que não há endogenamente um mecanismo de controle de oferta e demanda de crédito e que a insuficiência deste atua como um limite aos investimentos, o que seria um dos fatores explicativos para a possibilidade de equilíbrio com desemprego.

c) Ciclos de negócio

Para os Novos Keynesianos, os choques que geram distúrbios econômicos agregados podem vir tanto da oferta quanto da demanda (Snowdon & Vane, 2005). Existem duas versões de explicação sobre as razões que levam à existência de

ciclos de negócios: a principal é a versão que explica os choques por meio da rigidez nominal e uma versão alternativa fornecida por Greenwald & Stiglitz (1993a, 1993b) alega que mesmo que os preços fossem plenamente flexíveis poderia haver choques causados pela imperfeição dos mercados financeiros.

Gráfico 5 – Um impacto na demanda agregada no modelo Novo Keynesiano



Fonte: Snowdon & Vane (2005)

No gráfico 5, supõe-se um choque causado por um declínio na oferta de moeda, a curva de demanda agregada se desloca de AD_0 para AD_1 . Se os preços permanecem no mesmo nível, P_0 , pela rigidez nominal de preços e as diferentes formas de rigidez real ($SRAS$ horizontal), o produto ficará no nível Y_1 e o ponto de equilíbrio será E_1 .

O gráfico (c), cuja curva D_{L_e} demonstra a quantidade de trabalhadores que seriam necessários para produzir E_1 . Com o a menor demanda por bens e salários no nível w_0 , as empresas gostariam de contratar L_0 trabalhadores, mas não haveria

demanda para E_0 produtos. Assim, as empresas somente contratam L_1 trabalhadores. O choque de demanda agregada causado pela contração monetária causou uma elevação no nível de desemprego involuntário $L_0 - L_1$ e uma queda no nível de produto de $Y_0 - Y_1$. Claramente, no curto prazo a moeda não é neutra segundo esse modelo. Mas, no longo prazo, com a curva LRAS vertical, indica-se que a rigidez que causou esse efeito no curto prazo não se manterá e o nível de produto será o produto natural.

No outro modelo de explicação dos ciclos de negócio, Greenwald & Stiglitz partem da pressuposição de que as firmas são avessas a risco, como ressaltam Snowdon & Vane (2005) A imperfeição dos mercados de capitais deriva da assimetria de informações entre os gerentes das firmas e os potenciais investidores e causa um problema para que a firma acesse novos recursos lançados contabilmente como capital próprio. Esse problema aplicado ao mercado de capitais é chamado de “*equity rationing*” e assume um papel central porque os emprestadores incorrem em riscos ao emprestar para as firmas. As empresas, pelo fato de não conseguirem injeções de capital, recorrem a capital de terceiros, o que as torna mais vulneráveis à falência (maior grau de alavancagem), especialmente nas recessões.

Nessa situação, as firmas avessas a risco e com restrições de patrimônio preferem reduzir a sua produção porque a incerteza associada a uma redução de quantidades produzidas é muito menor do que as relativas à flexibilidade de preço. Greenwald & Stiglitz assumem ainda que na medida em que a firma eleva a sua produção, cresce o risco de falência, que têm um custo marginal que é considerado pelas firmas. Durante uma recessão, como o risco de falência aumenta, as firmas reduzem a sua produção para cada nível de preço. Como resultado, nas recessões causadas por quedas na demanda, a cada aumento de risco subsequente, a curva de oferta se move para a esquerda – o que explica a rigidez nos preços e gera os efeitos de queda do produto e aumento no desemprego.

d) Proposições de política econômica

O ativismo das políticas macroeconômicas é justificado pelo efeito real que elas podem gerar no curto prazo, considerando o quadro de referência de rigidez de preços. Os Novos Keynesianos deixaram claro que a inefetividade das políticas não decorre da incorporação das expectativas racionais na análise econômica, mas sim da concepção de *market clearing*. Ainda assim, em grande medida, as proposições de Kydland e Prescott sobre o viés inflacionário da política macroeconômica quando esta está fundada em relações políticas são aceitas e incorporadas na formulação das políticas Novo Keynesianas, tanto na política monetária quanto na fiscal.

Como as proposições de política macroeconômica dos Novos Keynesianos são aquelas que o Consenso Macroeconômico advoga, o assunto será tratado no próximo capítulo, onde se explicitará os principais elementos de política macroeconômica recomendadas pelo Consenso.

CAPÍTULO 3 – OS FORMATOS DE POLÍTICA DO “CONSENSO” ANTES DA CRISE

Nos capítulos 1 e 2, os principais elementos dos Novos Clássicos e dos Novos Keynesianos foram expostos. No presente capítulo, pretende-se demonstrar como as pesquisas se direcionam para um meio termo entre as duas escolas, basicamente pela utilização da metodologia Novo Clássica pelos Novos Keynesianos, lançando mão dos microfundamentos e da rigidez de preços; com esse arcabouço teórico, constitui-se um conjunto de ideias macroeconômicas, que em sua essência é Novo Keynesiana e suporta um conjunto de medidas que são recomendadas por um consenso.

A utilização do termo consenso⁶ é controversa, pois não há uma convergência teórica entre os macroeconomistas⁷ da forma que o termo induz a crer. Entretanto, boa parte das pesquisas e da prática operacional dos Bancos Centrais e dos governos se baseia nos princípios que foram propagados no âmbito do *mainstream* e da ortodoxia⁸, particularmente durante a década de 90 até o momento em que a crise irrompeu.

A ressurgência do pensamento econômico clássico a partir dos monetaristas, mas principalmente após a publicação das críticas de Lucas, trouxe consigo mudanças no processo de construção da teoria macroeconômica. Metodologicamente, passou a se tornar fundamental para a aceitação da teoria, no

⁶ Usualmente encontra-se o consenso Novo Clássico - Novo Keynesiano denominado como Novo Consenso Macroeconômico, visto que o primeiro consenso – aliás, muito mais consensual do que o Novo Consenso – foi o da Síntese Neoclássica entre os anos 50 e 70. Por simplicidade será chamado de somente de consenso, o que facilitará a distinção do consenso atual e do “Novo Consenso” macroeconômico do pós-crise, que o principal objetivo de estudo do presente trabalho.

⁷ Estudo realizado por Fuller & Geide-Stevenson (2003) com economistas americanos permite observar que dentre as áreas de estudo da teoria econômica, aquela em que menos há consenso é a macroeconomia, embora se encontre em alguns casos em que há alguma convergência.

⁸ É importante nesse ponto diferenciar *mainstream* de ortodoxia. Segundo Dequech (2007), o *mainstream* econômico pode ser definido como aquele que “is taught in the most prestigious universities and colleges, gets published in the most prestigious journals, receives funds from the most importante research foundations, and wins the most prestigious awards”. A ortodoxia, por sua vez, geralmente se refere “to what historians of economic thought have classified as the most recent dominant ‘school of thought’” (Colander et al., 2004, pp.490). Ou seja, é possível ser *mainstream* sem ser ortodoxo. Na macroeconomia, os Novos Keynesianos podem ser considerados *mainstream* e ortodoxos, já que dominam a pesquisa, o ensino em grande parte das universidades mais prestigiadas, recebem a maior parte do financiamento para pesquisa e têm sido laureados com o Prêmio Nobel nos anos recentes, além de ser a mais recente escola de pensamento dominante (por fornecer as bases para a realização de políticas macroeconômicas por grande parte dos governos).

âmbito do *mainstream*, a utilização de microfundaentos na elaboração das teorias econômicas. Por sua vez, estes eram buscados na microeconomia neoclássica, que fazia sua análise considerando os indivíduos racionais, maximizadores e atomísticos.

Feita essa breve contextualização da ressurgência da metodologia neoclássica e como ela penetrou na macroeconomia, será feita uma síntese da conformação do *mainstream*.

De acordo com Blanchard (2009), do ponto de vista da construção teórica, o consenso abrangeu grande parte das escolas de pensamento. Do lado teórico, restringiu-se basicamente aos Novos Clássicos, incluindo os mais radicais dos Ciclos Reais de Negócio (*Real Business Cycle* - RBC), e aos Novos Keynesianos. Os Novos Clássicos, quando chegaram, dominaram rapidamente o *mainstream* da economia. Porém, as críticas dos Novos Keynesianos, de que os modelos daqueles eram formalmente perfeitos, mas distantes da realidade, forçou que os Novos Clássicos voltassem a incorporar as imperfeições nos modelos macroeconômicos. É interessante notar que até mesmo Robert Lucas⁹, destacado Novo Clássico, se engajou nas pesquisas sobre rigidez nominal de preços.

Para os economistas do RBC, a substituição intertemporal de mão-de-obra é por onde se transmitem os choques tecnológicos para o nível de emprego e produto. Ou seja, ignora-se completamente o papel da demanda agregada. O consenso refuta essa ideia, já que a demanda agregada pode exercer influência no nível de produto. Entretanto, como será demonstrado ao longo deste capítulo, o papel da demanda agregada é secundário na determinação no nível de produto nos modelos.

No desenvolvimento dos modelos Novos Keynesianos, partindo do modelo básico do RBC, insere-se a competição monopolística (há poder de formação de preços por parte das firmas), além de se incorporar a rigidez nominal de preços e salários e a imperfeição em diversos mercados – em grande medida por meio da utilização do conceito de informações assimétricas.

No âmbito do estudo dos ciclos de negócio, os choques tecnológicos eram tratados pelo RBC como causador principal (senão exclusivo) dos ciclos econômicos. O consenso não considera esta uma explicação razoável da realidade,

⁹ Ver Golosov & Lucas (2007)

embora admitam que boa parte das variações de médio e longo prazo se deve às ondas tecnológicas¹⁰ - o que é um consenso dentro da teoria econômica.

O consenso se caracteriza por incluir as expectativas racionais na análise. Ao incorporá-la na análise do RBC, encontra-se a explicação que o consenso oferece aos ciclos de negócio. Neste modelo, as variações tecnológicas antecipadas, via produto esperado para o futuro, podem gerar choques de demanda no presente. Da mesma forma, a percepção de que se entrará na fase de maturação dos investimentos em nova tecnologia, a demanda se contrairá. Ou seja, o consenso encontrou uma versão menos radical¹¹ para o que diz o RBC, de que os choques tecnológicos causam variações no produto de curto prazo.

O desenvolvimento do modelo Novo Keynesiano se dá com o quadro teórico e a metodologia supramencionados. Dentro desse modelo, podem-se enumerar três relações, segundo Blanchard (2009):

1-) uma relação de demanda agregada, em que o produto depende da demanda e a demanda depende da antecipação do produto futuro e da taxa de juros real futura. O canal de transmissão da taxa de juros real esperada é a maximização da utilidade individual restrita ao custo de oportunidade esperado do consumo presente em termos de consumo futuro. A demanda agregada, neste modelo, só depende do consumo e, portanto, exclui a variável mais importante no modelo Keynesiano tradicional, o investimento;

2-) uma Curva de Phillips, em que a inflação depende tanto do produto como da inflação esperada. Essa relação somente é válida para o curto prazo, já que no longo prazo a determinação do produto se dá conforme o modelo de crescimento neoclássico;

3-) uma relação de política monetária (Regra de Taylor), que deve ser usada para encontrar a taxa de juros adequada para manter a inflação na meta dado um

¹⁰ Entende-se como onda tecnológica os grandes movimentos causados por uma invenção, difusão e maturação de uma determinada tecnologia.

¹¹ É atenuada pela discordância em relação ao RBC de que os ciclos de negócio ocorrem essencialmente pelos choques tecnológicos. Embora seja aceita a hipótese de que isso pode acontecer, diversos outros tipos de choque podem afetar o produto no curto prazo.

determinado hiato do produto. A primeira versão da Regra de Taylor pode ser expressa por:

$$r - r^* = a(\pi - \pi^M) + b(y - y^*)$$

Onde r é a taxa de juros real que se deseja encontrar, r^* é a taxa de juros teoricamente neutra, $(\pi - \pi^M)$ é e o desvio entre a inflação atual em relação à meta fixada, $(y - y^*)$ é o hiato do produto, a é o coeficiente de sensibilidade à variação da inflação e b é o coeficiente de sensibilidade à variação do produto. Supõem-se conhecidos a taxa de juros neutra e o produto natural – variáveis estas que não são diretamente observáveis e que, portanto, precisam ser estimadas estatisticamente. É a Regra de Taylor que fornece o alicerce para a criação e difusão do Regime de Metas de Inflação e que constitui um meio de gerenciamento das expectativas de inflação dos agentes.

É notável que a simplicidade da construção do modelo Novo Keynesiano que é adotado pelo consenso deixa uma lacuna importante, inclusive por se basear em alguns supostos de difícil comprovação empírica, como por exemplo, a existência de substituição intertemporal no consumo (Blanchard, 2009, pp. 215). Entretanto, é neste modelo que se baseiam a maior parte das recomendações de política macroeconômica, principalmente as que se referem à política monetária.

Após essa breve exposição dos pilares teóricos em que os Novos Clássicos e os Novos Keynesianos convergiam, serão discutidas as políticas recomendadas, não somente na teoria, mas também o que ocorria na prática.

a) Recomendações do Consenso

i) Política Monetária

(1) Inflação

Fischer e Taylor argumentam que uma inflação estável conduz ao crescimento, estabilidade e eficiência no funcionamento do sistema de mercado das

economias (Snowdon & Vane, 2005, pp. 411). O argumento está baseado na curva de oferta agregada de Lucas (estendida para o longo prazo, dada a rigidez de preços no curto prazo), de que para atingir o nível de produto natural – que será chamado a partir daqui de produto potencial – basta manter a estabilidade de preços. Incorpora-se dos Novos Clássicos também a ideia de que as expectativas são formadas racionalmente, embora se considere que no curto prazo há diversas formas de rigidez que tornam a política monetária efetiva na alteração de variáveis reais.

Os custos da inflação são causados principalmente pela elevação dos preços não antecipada pelos agentes; dentre os principais, pode-se enumerar a perda de eficiência alocativa, distorções na distribuição de renda e no mecanismo de preços de mercado, bem como aumento das incertezas, que reduzem os investimentos e o crescimento econômico.

Partindo do fato de que a inflação tem diversos custos e que sua estabilidade é condição para que o produto cresça de maneira equilibrada no longo prazo, desenvolve-se o Regime de Metas de Inflação. Esse quadro teórico induz à crença de que o objetivo principal do Banco Central (BC), senão único, na formulação da política monetária deve ser a estabilidade dos preços. Prolifera a ideia de que há necessidade de autonomia do BC na formulação da política monetária, no sentido de não cessão diante de forças políticas para monetizar grandes déficits públicos – conforme suporte teórico Novo Clássico.

O Regime de Metas para a Inflação surge como uma forma de condução da política monetária, com foco na estabilidade de preços. O instrumento utilizado para manutenção do valor da moeda é a taxa de juros básica de curto prazo. As pré-condições desejáveis enumeradas por Farhi (2007) para adoção deste são: independência institucional do Banco Central; infraestrutura técnica bem desenvolvida; preços totalmente desregulados e que a economia não seja excessivamente sensível aos preços de *commodities* e à taxa de câmbio; a dolarização deve ser mínima; sistema financeiro sadio e não pode haver dominância fiscal.

Esse modelo se generalizou e foi adotado por diversos países, em alguns explicita e outros implicitamente. O grau de rigidez inerente ao modelo, que aumenta ou reduz o grau de impacto em outras variáveis macroeconômicas, depende de alguns aspectos do formato do regime que se adota, como sugerem Bernanke e

Mishkin (1997): a definição da meta como uma banda e não como um ponto fixo; o índice de preços determinado para o estabelecimento do alvo e o horizonte temporal para o cumprimento do objetivo.

Acreditava-se que a estabilidade da inflação era o melhor que a política monetária poderia oferecer, uma vez que o nível de crescimento da economia se manteria muito próximo ao seu potencial¹². A teórica coincidência de que a manutenção das metas de inflação seria ótima tanto para a inflação quanto para o produto foi chamada por Jordi Galí e Blanchard de “Divina Coincidência” (Blanchard, 2009, pp. 215).

Para atingir o objetivo de manutenção da inflação baixa e estável, as autoridades monetárias deveriam atuar visando criar uma âncora nominal, ou seja, induzir uma convergência de expectativas por parte dos agentes que tenda fortemente para um ponto fixo. Como o Regime de Metas pressupõe independência do Banco Central e que o seu foco é a manutenção da estabilidade de preços, no limite as expectativas de inflação dos agentes seriam a mesma da meta de inflação, se o BC tivesse um histórico de realização de políticas críveis.

Entretanto, em grande parte dos países, como sugere Blanchard et al. (2010), o formato do Regime de Metas assumiu algum grau de flexibilidade. Ou seja, além da taxa de inflação, outras variáveis macroeconomicamente e socialmente importantes, como emprego e produto, eram também avaliadas durante a decisão de política monetária. Convencionalmente, os países desenvolvidos adotaram uma meta de 2% para a inflação.

Com a inflação de 2% ao ano, a taxa de juros nominal se estabelece num patamar muito baixo e, por conseguinte, caso seja necessário uma política monetária expansionista, como na crise atual, cai-se muito facilmente na armadilha da liquidez.

A discussão anterior à crise não demonstrava que esse constituiria um problema numa situação hipotética em que se chegasse ao ponto em que não se podia mais reduzir as taxas de juros. Acreditava-se que o Banco Central conseguiria aumentar o nível de inflação, por meio de uma expansão monetária (ou apenas de um anúncio que fosse crível) e seus efeitos nas expectativas, o que reduziria as taxas de juros reais. A política monetária seria, então, expansionista – mesmo

¹² Embora Blanchard et al. (2010) reconheçam que isto não é empiricamente provado, visto que o produto potencial é uma variável não observável, ou seja, estimada.

considerando o limite inferior da taxa de juros nominal, 0%. Ou seja, a credibilidade do Banco Central, de fato permitiria “manipular” as expectativas dos agentes conforme a necessidade da política monetária. Entretanto, num mundo de grandes choques, a pressão deflacionária passa a se tornar um risco muito maior do que seria a possibilidade do Banco Central conseguir ancorar as expectativas a ponto de conseguir elevar as taxas de inflação além das que vigiam antes do choque.

(2) Taxa de Juros

A taxa de juros de curto prazo era considerada o único instrumento de política monetária. A transmissão desta ocorreria por intermédio das taxas de juros praticadas pelos bancos e pelos mercados financeiros e dos preços dos ativos, não pelos agregados monetários (Blanchard, 2010, pp. 5). Os ativos estavam ligados por meio da arbitragem e a remuneração pelo risco era negociada conforme o contrato ou ativo, o que justifica a utilização da taxa de juros de curto prazo como único instrumento de política monetária.

Sob a pressuposição de que as taxas de juros de curto prazo estavam conectadas aos preços dos ativos pelo princípio da arbitragem e que os efeitos reais da política monetária se davam pela taxa de juros e pelos preços dos ativos, a intermediação financeira não teria relevância do ponto de vista macroeconômico, com exceção do canal de crédito dos bancos comerciais. Ou seja, aspectos como a alavancagem dos agentes ou exposição excessiva em um tipo de mercado não eram considerados como importantes na política monetária.

ii) Política Fiscal

Taylor (2000) discute o formato que as políticas contracíclicas podem assumir no caso de um produto crescendo abaixo ou acima do potencial e argumenta que a política monetária geralmente é suficiente para correções na trajetória do crescimento e possui certas vantagens em comparação com a política fiscal –

embora reconheça que a política fiscal também é. A velocidade de implementação da política monetária é relativamente alta se comparada à fiscal, pela natureza política da segunda, e por isso surte efeitos mais rapidamente na economia. Da mesma forma, é mais simples retirar estímulos monetários do que fiscais. E, por fim, em linha com os modelos de credibilidade da política macroeconômica dos Novos Clássicos, a política fiscal pode dificultar a efetividade da política monetária.

Embora a política fiscal apresente essas dificuldades relativamente à política monetária, Taylor afirma que numa situação em que o produto está crescendo acima do potencial pode ser favorável a utilização do instrumento fiscal como instrumento de redução da demanda agregada. Ou seja, é uma consideração assimétrica de política fiscal: quando a economia está superaquecida, deve ser utilizada para conter a demanda, enquanto na situação oposta, com desaceleração, a política monetária tem se mostrado eficiente e a fiscal é um *second best*.

Entretanto, há uma situação em que o uso da política fiscal pode ser necessário para retomada do crescimento. Dependendo do tamanho do impacto no crescimento, uma recessão pode exigir um corte na taxa de juros que rapidamente encontre o limite nominal inferior, a armadilha da liquidez. Nos termos de Taylor,

The kinked aggregate demand curve creates a role for fiscal policy as a fail-safe device, in case aggregate demand falls so much that the Fed's interest rate hits a lower bound and the Fed's policy is incapable of reviving aggregate demand. (Taylor, 2000, pp. 29)

O argumento exposto acima é o dominante do pensamento Novo Keynesiano, na medida em que constitui um dos argumentos do consenso macroeconômico existente antes da crise dos *subprime*. Todavia, não há uma visão Novo Keynesiana unificada no que se refere à política fiscal.

Já para Blanchard et al. (2010), vários eram os argumentos do *mainstream* para negligenciar a política fiscal como instrumento central de política:

- ceticismo a respeito de sua eficácia, baseada nos argumentos da Equivalência Ricardiana;
- a política monetária era capaz de manter o hiato do produto estável, e, portanto, não havia razão para o uso de outro instrumento;
- nos países desenvolvidos, o objetivo era estabilizar ou mesmo reduzir o déficit público, enquanto os países em desenvolvimento ainda careciam de mercados domésticos capazes de financiar uma política anticíclica;

- o espaço de tempo necessário para implementar políticas fiscais era alto em comparação à curta duração das recessões;

- a política fiscal, muito mais do que a monetária, é sujeita a distorções de ordem política.

Preconizava-se, assim, uma política fiscal neutra que não interferisse na política monetária (evitar a dominância fiscal). Blanchard ainda afirma que

Because the model is clearly well designed to look at monetary policy, and also perhaps because central banks are rich institutions, with large research departments and conference money, there has been substantially more work on monetary policy than on fiscal policy. (Blanchard, 2009, pp. 216, nota 5)

A política fiscal expansionista era majoritariamente aceita em caso de grandes choques - em acordo com o que afirma Taylor (2000) - como no caso da crise japonesa do início da década de 90, embora o uso desta pudesse ocorrer eventualmente em choque de menor gravidade, mas sempre evitando a dominância fiscal.

Entretanto, deve-se salientar que uma das raízes da revolução Novo Clássica consistia em refutar o ajuste fino discricionário para controle da demanda agregada típica do Keynesianismo que predominava até meados da década de 70, pelo caráter inflacionário e custoso em termos de credibilidade de tais medidas. Ao contrário da política monetária, território onde a teoria conseguiu criar uma regra técnica que livraria as autoridades de constrangimentos de ordem política, no âmbito fiscal não se desenvolveu um mecanismo que fosse capaz de atender as necessidades da prática macroeconômica consistente e de romper com o caráter discricionário que predomina no gasto público. A forma mais aceita de política fiscal e que foi na prática buscada por uma boa parte dos governos foi a criação de mecanismos que seriam estabilizadores automáticos, ou seja, mecanismos internos ao gasto público que agiriam de forma contracíclica. Mesmo assim, como nos demonstrou a crise, numa contração de maior porte que afeta de maneira mais contundente a confiança dos agentes, esses estabilizadores não se mostram suficientes.

iii) Regulação Financeira

Não era vista como instrumento macroeconômico e era focada nas instituições bancárias, não nos mercados, visando corrigir as falhas provenientes do problema da assimetria de informações ou outras imperfeições.

b) As proposições do consenso e os Novos Keynesianos

Como demonstrado neste capítulo, o consenso macroeconômico concentrava ideias dos Novos Clássicos e dos Novos Keynesianos, com a metodologia daquele e as conclusões deste. Ou seja, as principais recomendações de política macroeconômica eram Novo Keynesianas.

O que se tentará mostrar no próximo capítulo é que a crise foi essencial para desencadear uma nova discussão dentro do *mainstream* a respeito das proposições anteriores. Embora por um longo período o consenso tenha sido fortemente criticado por outras escolas de pensamento, como os Pós-Keynesianos, os Novos Keynesianos somente intensificaram uma busca de redução do simplismo de seus modelos depois que a crise dos *subprime* demonstrou que havia graves falhas na construção do modelo e da prática que estes indicavam.

CAPÍTULO 4 – OS FORMATOS DE POLÍTICA DO CONSENSO PARA O PÓS-CRISE

Os modelos do consenso não foram capazes de explicar a crise e nem de fornecer uma linha de conduta adequada para a confecção de políticas macroeconômicas para evitar o agravamento da crise. Neste capítulo pretende-se mostrar em que aspectos os modelos falharam, quais foram as lições ensinadas pela crise e discutir quais podem ser os caminhos seguidos na construção do Novo Consenso.

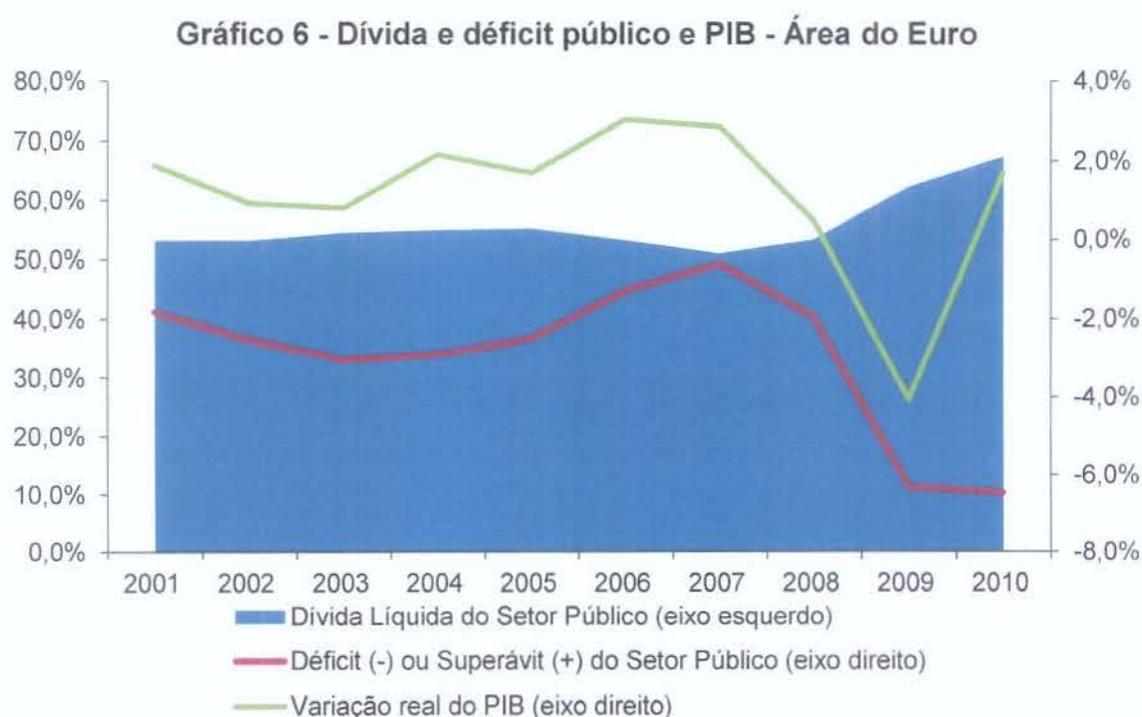
A hipótese defendida é de que há fortes indícios de que está em curso uma mudança importante no *mainstream*, conduzida principalmente pelos Novos Keynesianos. Ou seja, eles, que já eram *mainstream*, tomaram frente no processo de reconstrução de seus próprios modelos e já incorporam algumas das críticas de outras escolas de pensamento ao seu programa de pesquisa. Neste processo de reconstrução, a tendência é que se reduza a importância do que há de Novo Clássico no consenso pré-crise e que, apesar do papel preponderante que os Novos Keynesianos assumiam, estes serão ainda mais fortes no Novo Consenso.

a) Lições da Crise

A crise se iniciou após o aumento na inadimplência das hipotecas *subprime* nos EUA a partir de meados de 2007 e se alastrou mundo afora por meio de restrições no mercado interbancário e substancial elevação do grau de aversão a risco nos mercados financeiros globais, principalmente após a quebra do banco de investimento Lehman Brothers, em setembro de 2008. Rapidamente o setor produtivo foi afetado, via redução da demanda efetiva, com forte contração do produto, queda dos preços internacionais de *commodities* (que causavam um choque inflacionário em diversos países até a ruína do Lehman Brothers) e elevação da taxa de desemprego.

O descolamento entre a política macroeconômica realizada e a preconizada na teoria do consenso já podia ser sentida entre 2007 e 2008. Durante o choque

inflacionário causado pela elevação dos preços das *commodities*, que perdurou até a metade de 2008 apesar do cenário já negativamente influenciado pelos problemas no mercado hipotecário, observou-se um afastamento da prática da política monetária¹³ e o Regime de Metas de Inflação. Embora os preços estivessem aumentando, claramente estava ocorrendo um choque de preços exógeno ao modelo, ou seja, não era a expansão monetária ou excesso de demanda interna que causava a elevação dos preços globais. Em plena aceleração da inflação, os Bancos Centrais dos países desenvolvidos já começavam a responder à crise com um ciclo de baixa dos juros, em claro confronto com a teoria do consenso.



Fonte: FMI, WEO, Outubro de 2010. Valores estimados para 2010

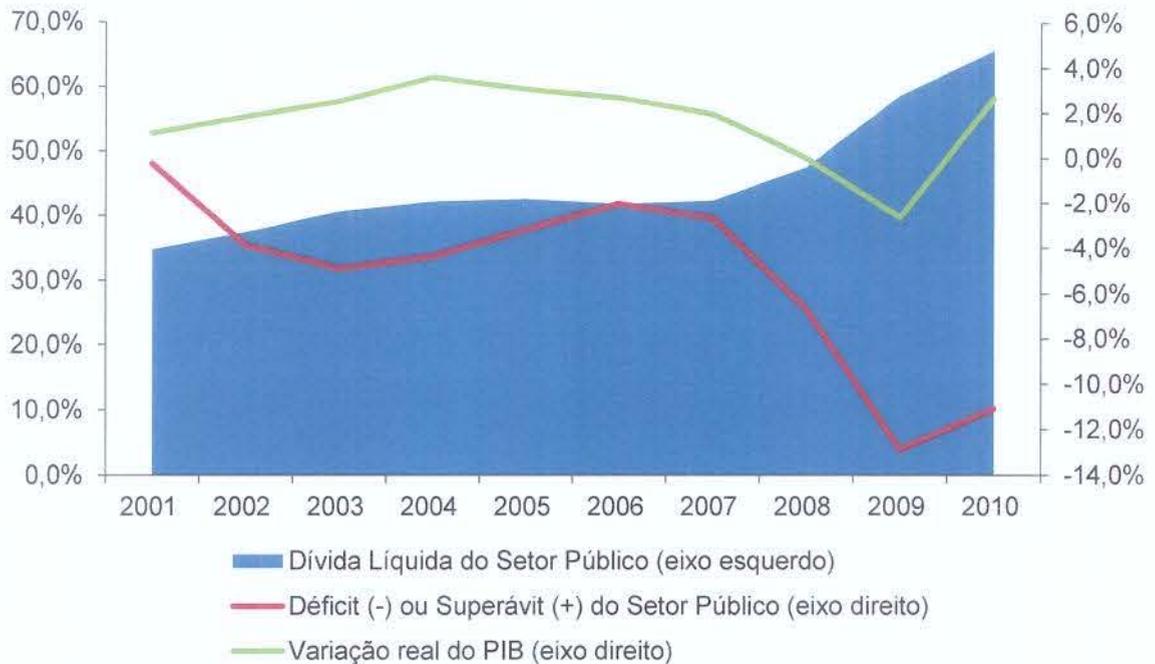
Na política fiscal, a trajetória da relação dívida pública/PIB bem como do déficit público dos países desenvolvidos esteve em linha com as recomendações do consenso até 2007¹⁴. O crescimento da dívida pública no início dos anos 2000 se deve à reação da política fiscal à série de fatos recessivos que ocorreram, como o estouro da bolha da Nasdaq em 2000, as fraudes contábeis em empresas

¹³ Especialmente nos países desenvolvidos, cuja situação se encontrava pior. Alguns países em desenvolvimento se encontravam ainda em forte expansão e as regras de política monetária continuaram sendo cumpridas, apesar dos alertas de que o choque de preços era internacional e a contração da demanda interna nada poderia fazer para conter a elevação dos preços.

¹⁴ Exceção importante é o Japão, que já vinha numa economia estagnada e com armadilha da liquidez antes mesmo da crise, o que a forçou a lançar mão da política fiscal.

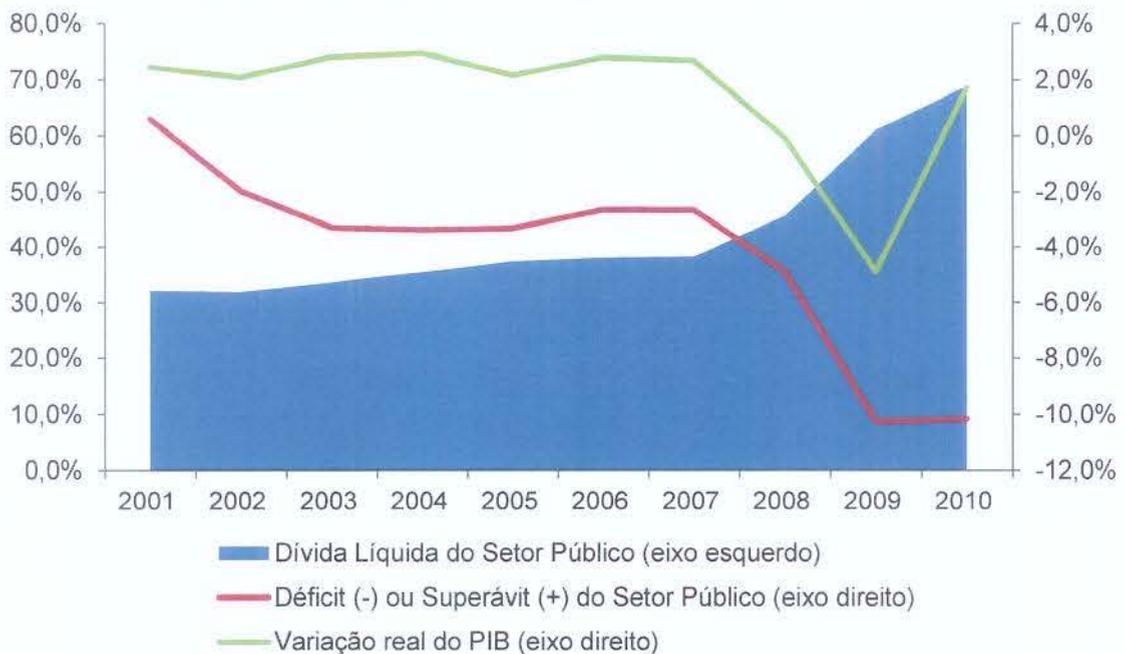
americanas gigantes, os ataques terroristas de 11 de setembro, dentre outros. A trajetória consecutiva era de reversão do crescimento da dívida líquida do setor público, que, entretanto, se reverteu a partir da crise dos *subprime*.

Gráfico 7 - Dívida e déficit público e PIB - Estados Unidos



Fonte: FMI, WEO, Outubro de 2010. Valores estimados para 2010

Gráfico 8 - Dívida e déficit público e PIB - Reino Unido



Fonte: FMI, WEO, Outubro de 2010. Valores estimados para 2010

Logo após a erupção da crise, em 2007, os governos aumentaram fortemente seu déficit, com a forte queda de receitas e pelo corte de impostos, visando minorar a lacuna de demanda agregada deixada pela redução do gasto e do investimento privado. A situação se deteriorou ainda mais a partir de setembro de 2008, quando o setor financeiro, que estava altamente alavancado, sofreu com a forte elevação do risco de insolvência de diversas instituições. Foi a partir desse momento que a crise se tornou sistêmica e que os *policy makers* lançaram mão de medidas mais contundentes. Os governos, por exemplo, ampliaram ainda mais seu déficit, por meio de programas de recompra de ativos podres de instituições financeiras, visando evitar que a quebra de bancos levasse a uma situação como aquela da Grande Depressão dos anos 30.

Se as políticas econômicas recomendadas pelo consenso demonstraram insuficiência para lidar com os problemas que estavam no cerne do cenário econômico do momento, por que a política macroeconômica nos moldes em que se situava funcionou por tanto tempo? A resposta de Blanchard et al. (2010) é que os *policy makers* já sabiam como lidar com os choques de menor gravidade ou recorrentes na história econômica. Alternativamente, o que se pode considerar é que as políticas macroeconômicas eram estabelecidas para solucionar os problemas da maneira como eles tinham aparecido no passado, ou seja, não consideravam que causas distintas daquelas usuais poderiam ser as causas de uma crise.

Segundo Blanchard et al. (2010), os principais elementos e conclusões pré-crise do consenso se mantêm. A estabilidade da inflação ou do seu núcleo, bem como do hiato do produto, podem ser necessários, mas não são suficientes na determinação da política monetária. Ainda assim, continuam como alvos finais da política macroeconômica. A noção de taxa natural se mantém e os *policy makers* não devem considerar que existe um *trade-off* entre inflação e desemprego no longo prazo.

A taxa de inflação mantida em níveis muito baixos, assim como a taxa de juros nominal, pode representar um risco devido a possibilidade de se cair muito rapidamente numa armadilha da liquidez. Caso o nível de inflação seja um pouco mais alto, torna-se maior a margem de manobra da política monetária visando minorar a variação do produto e reduzir a deterioração fiscal. Discute-se uma possibilidade de aumentar a meta de inflação, para algo em torno de 4%, como forma de manter uma taxa de juros nominal mais alta. Nesse caso, se correria riscos

em relação ao aumento da volatilidade da inflação e de gerar uma economia indexada, que também elevaria a volatilidade do crescimento do produto e reduziria o poder da política monetária.

Outra conclusão relevante é que a intermediação financeira importa e a não intervenção das autoridades monetárias pode gerar uma crise de deflação de ativos como proposto por Minsky (1982) ou, com menor grau de semelhança, a *debt-deflation* conforme teorizado por Fischer (1933)¹⁵. Blanchard et al. (2010) admitem considerar inclusive os bancos não comerciais como agentes importantes na determinação ou disseminação de crises financeiras. Abre-se espaço para que os Bancos Centrais funcionem como prestador de última instância em caso de falta de liquidez, para evitar espirais deflacionárias ou a infecção do sistema financeiro.

A regulação não é macroeconomicamente neutra. A remoção das limitações legais à atuação das instituições financeiras ofereceu incentivos para a criação de veículos especiais de investimento (empresas aparentemente independentes cujos resultados não constavam nos balanços bancários), permitindo evitar algumas regras prudenciais, levando à assunção excessiva de risco e ao aumento da alavancagem. Para lidar com problemas como estes, além de situações em que ocorrem desvios da precificação dos ativos dos fundamentos, a taxa de juros não é o instrumento mais adequado, já que afeta negativamente o hiato do produto. A solução seria combinar política de juros e regulatória, a primeira atuando no âmbito das variáveis agregadas e a segunda sendo utilizada conforme a especificidade do problema. Dessa forma, se combinaria a amplitude da política monetária típica com a flexibilidade da regulação.

Caso se aceite que a combinação dessas duas políticas geraria um vasto repertório de ferramentas de política, emerge a questão relativa à instituição a quem cabe a coordenação. O Banco Central é visto pelos autores como um candidato óbvio a assumir esse papel, visto que este já está posicionado de maneira adequada para monitorar a situação de desenvolvimento macroeconômico.

A política fiscal retornou ao centro das políticas macroeconômicas durante a crise, como complemento à política monetária e devido à expectativa de que a crise seria duradoura. Nessas condições, o hiato de tempo necessário entre implementar a expansão fiscal e o efeito ser sentido na economia seria suficiente.

¹⁵ Como lembra Krugman (2010)

Torna-se importante, portanto, a existência de um espaço fiscal que permita a execução de uma expansão fiscal. Essencialmente, alega-se que a política fiscal deve ser contracíclica ao longo dos períodos de expansão e de contração, para criação de uma margem para utilização desta como ferramenta anticrise sem deterioração excessiva das contas públicas.

b) Discussões recentes

i) Política Monetária

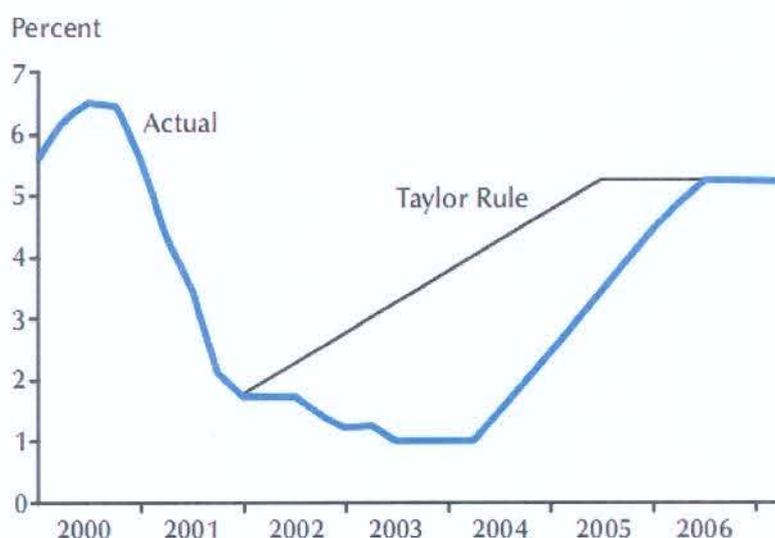
Uma das grandes dificuldades que se encontrará na determinação para o desenho das políticas macroeconômicas para o pós- crise é a necessidade de ter muitas metas (Blanchard et al., 2010, pp. 10).

No que se refere à política monetária, nenhuma atitude concreta do que foi sugerido por Blanchard, no sentido de aumentar as metas de inflação, foi tomada ou discutida – até porque o risco de deflação ainda existe e a preocupação se volta para a retomada do crescimento, demonstrando que, ao contrário do que afirmavam Blanchard et al. (2010), aumentar as expectativas de inflação (e em última instância a inflação) com expansão monetária não é tão simples assim. Entretanto, as publicações mais recentes de economistas do *mainstream* ainda mantêm o padrão do pré- crise, deixando de lado o nível de inflação estabelecido como meta e se preocupando majoritariamente com a efetividade da política monetária na manutenção da inflação e do produto em níveis estáveis e ótimos.

Taylor (2009, 2010a) alega que as intervenções dos governos no período pré- crise e no pós- crise, causaram grandes danos. Segundo o autor, antes da crise, as taxas de juros foram mantidas por muito tempo abaixo daquela necessária segundo a Regra de Taylor, como mostra o gráfico 9, o que causou uma maior necessidade de alavancagem dos agentes – se estes quisessem manter os seus níveis de retorno – e potencializou os efeitos negativos do *boom* do mercado imobiliário americano. Os agentes passaram a tomar mais risco e, com o aumento da execução de hipotecas, se acelerou a deterioração dos balanços das instituições financeiras.

Já durante a crise, as medidas tomadas caminharam num sentido de maior intervenção do governo, em consonância com um diagnóstico equivocado do problema e, portanto, de uma ação inadequada. Segundo Taylor, o problema que se instaurou no mercado financeiro, especialmente no interbancário, não foi um problema de liquidez, mas sim um problema de contraparte, causado pela grande quantidade de ativos podres nas carteiras das instituições financeiras e a consequente perda de patrimônio líquido.

Gráfico 9 – Fed Funds x Regra de Taylor



Fonte: Taylor (2010a)

No que se refere ao sistema financeiro, somente após o anúncio que os fundos do TARP¹⁶ seriam utilizados para injetar patrimônio nos bancos ao invés de somente comprar ativos podres é que o *spread* no interbancário reverteu sua tendência de alta – o que confirmaria a tese do autor de que era o risco de contraparte que causava a alta.

In sum, this brief review of my research on the crisis shows that the government interventions taken before, during, and after the crisis did more harm than good. These interventions were a deviation from what was working well. We got off track. The policy implications are thus clear: Macroeconomic policy should get back on track.

¹⁶ *Troubled Asset Relief Program*

[...]

For monetary policy, it means [...] returning to a policy with four basic characteristics (Taylor, 2010b): "First, the short-term interest rate (the federal funds rate) is determined by the forces of the supply and the demand in the money market. Second, the Fed adjusts the supply of money or reserves to bring about a desired target for the short-term interest rate; there is thus a link between the quantity of money or reserves and the interest rate. Third, the Fed adjusts the interest rate depending on economic conditions: The interest rate rises by a certain amount when inflation increases above its target and the interest rate falls by a certain amount when the economy goes into a recession. Fourth, to maintain its independence and focus on its main objectives of inflation control and macroeconomic stability, the Fed does not allocate credit or engage in fiscal policy by adjusting the composition of its portfolio toward or away from certain firms or sectors" (Taylor, 2010a, pp. 175)

Enfim, a política econômica se desviou do que o autor considera exitoso, e, por isso, causou uma série de desequilíbrios.

John Taylor é um dos principais exemplos de autores de matiz Novo Keynesiano que persistem na manutenção dos paradigmas pré-crise de realização de política macroeconômica, incluindo a política fiscal. No entanto, no auge da crise o economista também sugeriu que fosse introduzido o *spread* do sistema financeiro na Regra de Taylor, o que, portanto, afetaria a decisão sobre a taxa de juros de uma forma diferente daquela da equação tradicional (Taylor, 2008, pp. 4).

Se por um lado existe uma ala Novo Keynesiana que persiste nas suas ideias, algumas das sugestões de Blanchard et al. (2010) começam a ser incorporadas nas pesquisas recentemente publicadas. Cúrdia & Woodford¹⁷ (2010) redesenham o modelo Novo Keynesiano. O modelo Novo Keynesiano tradicional considerava um indivíduo representativo e agregava as demandas individuais de forma a obter relação de demanda agregada. Nesse caso, a intermediação financeira não teria influência na determinação do equilíbrio, uma vez que os indivíduos não eram diferenciados como poupadores ou como tomadores de crédito. A primeira mudança consiste em estender o modelo para um caso em que haja heterogeneidade das preferências. A forma simplificadora permanece, já que se consideram apenas dois tipos de indivíduos – aquele que é mais impaciente e prefere consumir no presente a consumir no futuro e aquele que prefere poupar agora para consumir mais no futuro – mas nesse caso há um papel importante da intermediação financeira e do *spread*

¹⁷ Michael Woodford é um Novo Keynesiano que escreveu a obra "Interest and Prices" em 2003, que é o principal manual do Regime de Metas de Inflação.

no mercado de crédito. Essa mudança trás algumas implicações para a política monetária.

A política monetária continua sendo construída num contexto de metas de inflação, com o foco principal na manutenção da inflação na meta, só que ganha novas dimensões. Inclui-se na Regra de Taylor, como proposto por Taylor (2008), o *spread* no interbancário, que tem como contrapartida de política a taxa de juros paga pelas reservas do sistema bancário. De forma semelhante, o balanço do Banco Central também passa a ser incorporado no modelo. A política de reservas (*quantitative easing*) do Banco Central deve ser pautada numa regra simples: os intermediários devem ser saciados em sua demanda de reservas a todo tempo, por meio da manutenção da taxa de juros das reservas bem próximas da taxa de juros da política monetária, em contradição à crença Novo Keynesiana de que a oferta de moeda é exógena. E no que se refere à política de crédito do BC, somente deve ser utilizada quando se observar ineficiência no mercado de crédito, em situações menos comuns. A taxa de juros de curto prazo continua sendo o instrumento de política monetária nos tempos normais e as variáveis financeiras não precisam ser tomadas como metas da política monetária, mas devem ser monitoradas. Em suma, os autores afirmam, em linha com o que Blanchard et al. (2010), que

One of our most important conclusions is that these issues can be addressed in a framework that represents straightforward extension of the kind of model often used for monetary policy in the past. (Cúrdia & Woodford, 2010, pp. 261)

A incorporação acontece de forma bem semelhante à idealizada por Blanchard et al. (2010) e dentro das diretrizes Novo Keynesianas. A política monetária, mesmo nas suas novas dimensões, continua funcionando na teoria como um instrumento técnico, e não discricionário; encontrou-se um papel na política monetária para a não neutralidade do sistema financeiro; continua sendo uma política para lidar diretamente com agregados, relegando questões mais específicas a outro plano (Política Regulatória).

O modelo, como antes da crise, é visto como uma forma eficiente de ancorar as expectativas. Porém, como ressalta Blanchard,

One reason for worry is, for example, the central role given to the anchoring of medium-term inflation expectations by central banks. The basic NK model implies that if the central bank is able to credibly anchor medium-term expectations of inflation, then the trade-off between inflation and output will be more favorable. The formal argument relies heavily on the Calvo-like

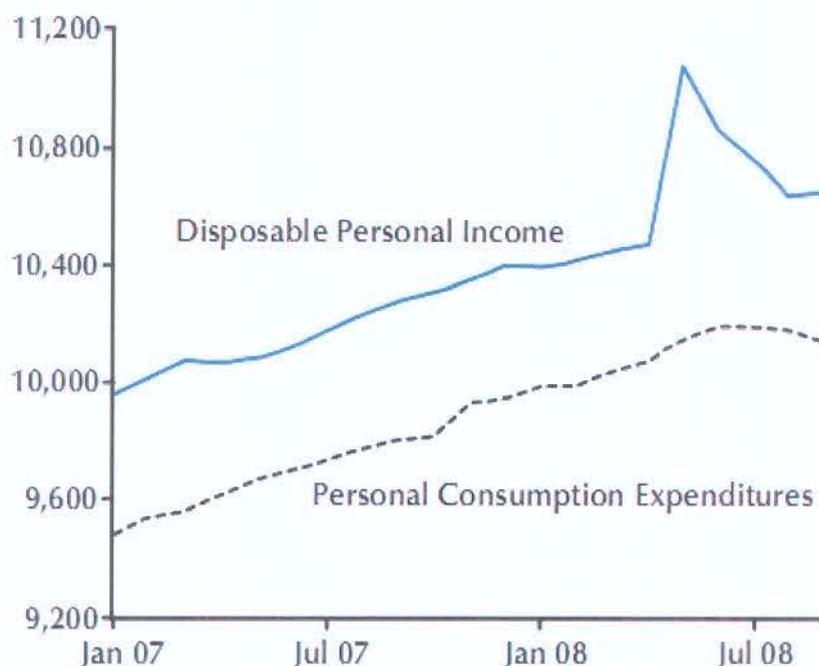
specification of price setting, which implies that inflation today depends nearly one for one on inflation next year, which in turn depends on inflation in the more distant future. One may reasonably ask, however, whether price setters, choosing prices for the next month or the next quarter, will change their decision depending on what their expectation of inflation is in, say, five years. Put another way, although we very much want to believe that monetary policy can anchor inflation expectations, I am not sure we actually understand whether and how it can actually achieve it. (Blanchard, 2009, pp.222, grifos meus)

Ademais, as novas dimensões da política monetária dos Novos Keynesianos são uma tentativa de reparar aquilo que o modelo não explicou durante a última crise, mas não uma tentativa de aprimorá-lo estruturalmente. O investimento, por exemplo, continua de fora do modelo. Da mesma forma que o modelo foi insuficiente para detectar a crise que se manifestou por meio da não neutralidade do sistema financeiro, podem surgir outras formas de erupção de crises que não estarão essencialmente contidas no modelo. Ou seja, embora esteja sendo feita essa “reforma” da formalidade das teorias sobre política monetária, os problemas estruturais e não passíveis de previsão endogenamente no modelo persistem.

ii) Política Fiscal

Quando a crise se instaurou, percebeu-se rapidamente que a sua intensidade era muito maior do que as suas predecessoras recentes. A política monetária não tardou a ser afrouxada, mas esbarrou no limite inferior da taxa nominal de juros. Rapidamente evocou-se a realização de política fiscal para retomada da demanda agregada. Por exemplo, em 2008, nos EUA, ofereceu-se um desconto de imposto, visando aumentar a renda pessoal disponível – tentativa inócua de política fiscal, como ilustra o gráfico 10, já que não aumentou o consumo dos indivíduos (Taylor, 2010a, pp.69)

Gráfico 10 – Consumo x renda pessoal disponível



Fonte: Taylor (2010a)

Apesar da grande evolução dos métodos econométricos desde os primórdios do Keynesianismo, os economistas ainda encontram grande dificuldade para verificar a efetividade empírica das políticas fiscais e, por conseguinte, as estimativas sobre quais medidas devem ser adotadas são dificultadas. Por esse motivo, a grande discussão que se instaura passa a ser não mais se a política fiscal deve ou não ser implementada, mas sim se ela deve ser feita por meio de elevação do gasto público ou por corte de impostos.

Spilimbergo et al. (2008), membros do departamento de pesquisa do FMI, publicaram em dezembro, pouco após a quebra do Lehman Brothers, um artigo que discutia qual o formato de política fiscal faria mais sentido no imediato pós-crise, além de salientar quais deveriam ser os seus objetivos. Notou-se a proeminente necessidade de auxiliar na recuperação da saúde do sistema financeiro, condição *sine qua non* para lastrear a recuperação da demanda agregada, além de, obviamente, restaurar a própria demanda agregada. Ainda, o estímulo fiscal deveria ser

Timely, (as there is an urgent need for action), large (because the drop in demand is large), lasting (as the recession will likely last for some time), diversified (as there is uncertainty regarding which measures will be most effective), contingent (to indicate that further action will be taken, if needed), collective (all countries that have fiscal space should use it given the severity and global nature of the downturn), and sustainable (to avoid debt explosion in the long run and adverse effects in the short run). (Spilimbergo et al., 2008, pp. 3).

Assim como Blanchard et al. (2010), diagnostica-se a crise como de grandes proporções e com forte tendência a ser duradoura, donde se rejeita o argumento clássico de que o tempo entre desenho e prática do gasto público seja tão grande que inviabilize a sua realização. No momento em que o texto foi publicado, além de já estar clara a dimensão da crise, a maior parte dos países desenvolvidos já se encontrava com taxa de juros próximas de 0, abrindo espaço para a necessidade de uma política fiscal.

Na prática, recomenda-se que o gasto público seja realizado de forma a primeiramente, não deixar faltar recursos àqueles projetos que já se encontram em andamento; projetos que estavam atrasados, interrompidos ou rejeitados por falta de fundos devem ser reiniciados rapidamente e não se deve lançar mão do aumento de salários do funcionalismo, já que são de difícil direcionamento e reversão.

Para estimular o consumo, considerando que os consumidores perderam riqueza, sofrem com racionamento de crédito e estão inseridos num ambiente de forte incerteza, deve-se cortar impostos ou transferir riqueza, principalmente para aqueles que encontram dificuldades no mercado de crédito. Concomitantemente, as autoridades devem mostrar comprometimento em evitar que a economia entre em depressão, o que visa atacar a incerteza. Outros tipos de medida são mais incertos e possivelmente têm um efeito multiplicador menor¹⁸.

No plano das firmas, muitas podem ter também dificuldades de encontrar financiamento, chegando a casos extremos de ter que fechar por falta de liquidez. Nesse caso, os governos devem atuar como um financiador para evitar que as empresas quebrem.

E, de maneira geral, os planos fiscais devem demonstrar para os mercados financeiros a sua porta de saída, para evitar que o mercado levante dúvida sobre a solvência dos Estados no médio prazo. É importante que as medidas sejam

¹⁸ Embora se considere a probabilidade de sucesso de alguns eventos, como por exemplo o corte temporário, crível e de curto prazo de impostos sobre o valor agregado. O Brasil foi um exemplo de país que adotou uma redução de IVA, sobre alguns bens duráveis, e que obteve sucesso em reaquecer as vendas.

claramente reversíveis, que as políticas implementadas eliminem distorções, ampliem o escopo dos estabilizadores automáticos, demonstrem como os déficits causados pelas medidas podem ser revertidos no futuro e que fortaleçam a governança fiscal, ampliando a transparência dos gastos.

As medidas que foram adotadas na prática se aproximaram das recomendações de Spilimbergo et al. (2008) na medida em que visavam minorar os efeitos nefastos da crise na esfera financeira, por meio de pacotes trilionários de ajuda ao sistema financeiro e às grandes empresas de setores que geram muitos empregos. Como pode ser visto nos gráficos 6, 7 e 8, o déficit público se ampliou de forma colossal, bem como o endividamento dos Estados. Entretanto, os principais fatores causadores da elevação do déficit e do endividamento foram as ajudas ao setor financeiro e a queda na receita, e em muito menor grau o aumento dos gastos (principalmente investimentos)¹⁹.

E, nesse sentido, a crítica de Taylor (2009, 2010a, 2010b) à política fiscal somente mostra que o multiplicador é muito pequeno para um corte de impostos, mas desconsidera sobremaneira a possibilidades de que o gasto e o investimento público possam ter um efeito multiplicador maior – o que é inclusive mais aceito no meio acadêmico.

Como resultado do maior endividamento, os mercados financeiros globais reagiram de forma bastante adversa, elevando os prêmios de risco da dívida pública e dos *credit default swaps* sobre as dívidas soberanas. Este foi o caso principalmente de alguns países da zona do Euro²⁰, sobretudo porque estes países não emitem a moeda em que suas dívidas estão denominadas. A situação nesses casos, que já era grave pela dimensão da contração do produto e do aumento de desemprego, passou a ser caótica, na medida em que os Estados perderam sua capacidade de financiar uma política anticíclica e viram as contas públicas se deteriorarem ainda mais com a crescente participação dos juros nas despesas. Para demonstrar para os agentes do mercado solvência no médio prazo, o sentido do ajuste é recessivo – e que, se posto em prática, piora ainda mais a situação.

Como resultado desse processo de desgaste da política fiscal – com forte elevação do endividamento e pela relativamente baixa eficácia em elevar a demanda agregada, porque voltada para o setor financeiro e não à elevação de gastos e

¹⁹ Ver Ruffing & Horney (2010).

²⁰ Principalmente Irlanda, Portugal, Espanha, Grécia e Itália

investimentos – ressurgiu espaço para que na teoria, continue se estabelecendo um papel secundário para a política fiscal.

For fiscal policy, this means avoiding further debt-increasing and wasteful discretionary stimulus package, which do little to stimulate GDP. Ten years ago there was near a consensus that such programs were ineffective. Fiscal policy should focus on reducing the deficit and the growth of the debt-to-GDP ratio. (Taylor, 2010, pp. 175).

Já Blanchard (2010), propõe que os governos demonstrem um projeto crível para a retirada dos estímulos fiscais e retorno de uma trajetória sustentável da dívida pública, o que dará uma maior flexibilidade fiscal para sustentar o crescimento no curto prazo. Mesmo que reconheça necessidade de que haja ajuste fiscal, o economista chefe do FMI admite que é precoce que a contração dos gastos públicos para consolidação das dívidas públicas e que a política fiscal contribuiu para que a queda do produto fosse menor.

Ou seja, aquele ideário proferido por Taylor (2000) de que a política fiscal deveria focar a redução da dívida pública e não atrapalhar a política monetária parece que ainda terá muita força dentro do *mainstream*. Taylor (2009b) defende que a política fiscal, como antes da crise, continue a se basear nos estabilizadores automáticos, nas reformas estruturais que melhorem as condições de oferta e na manutenção de uma trajetória favorável (decrecente ou, na pior das hipóteses, constante) da dívida pública²¹. Nesse ponto de vista, as recomendações do Novo Consenso continuarão sendo suportadas por uma ala importante dos Novos Keynesianos, que já predominava antes da crise, sem alterações significativas.

iii) Políticas Macroprudenciais

As políticas de regulação e supervisão do sistema financeiro podem ser realizadas em dois planos distintos. Num primeiro, o foco é microprudencial e o objetivo da regulação é forçar os bancos a internalizar as perdas que seus ativos possam eventualmente gerar, visando proteger os provedores de seguros sobre os

²¹ Nem no caso de armadilha da liquidez Taylor (2009b) acredita que a política fiscal discricionária deve ser utilizada. O autor cita o exemplo do Japão, que segundo sua afirmativa só saiu da sua depressão da década dos anos 90 depois de realizar uma forte expansão monetária – e não pela utilização de instrumentos de política fiscal.

depósitos e mitigar o risco moral; alternativamente, do ponto de vista macroprudencial, o esforço da regulação é o de controlar os custos sociais associados ao encolhimento e perda do valor de ativos de múltiplas instituições financeiras durante um choque sistêmico (Hanson et al., 2010, pp. 2-4).

Antes da crise, a regulação foi construída em grande parte voltada para o âmbito microprudencial, visando evitar que instituições financeiras quebrassem, em grande medida apoiada na ideia de que a regulação seria macroeconomicamente neutra. Apoiava-se na crença de que a autorregulação das instituições financeiras seria suficiente, visto que o interesse destas em permanecer saudável, no que se refere à posição de patrimônio líquido, as colocam como primeiras interessadas em gerenciar da melhor maneira possível os riscos assumidos.

Entretanto, a quebra do Lehman Brothers e a decorrente crise no interbancário demonstraram o contrário. Como já vimos, os Novos Keynesianos têm visado incorporar nos seus modelos de política monetária a não neutralidade do sistema financeiro. Apesar do reconhecimento de Blanchard et al. (2010) da importância do retorno de regulação, o núcleo duro de acadêmicos Novos Keynesianos²² não têm abordado o tema de forma específica e dando-lhe a importância que a crise mostrou que deveria ter. No entanto, nos últimos três anos, alguns dos mais importantes Novos Keynesianos, que são *policy makers* ou têm cargos importantes no que se refere à condução das políticas macroeconômicas, têm demonstrado constantemente uma preocupação pela reconstrução de um aparato regulatório que seja condizente com o grau de sofisticação e com os impactos macroeconômicos que problemas no sistema financeiro podem gerar. Em especial, deve-se ressaltar Olivier Blanchard, e Ben Bernanke, o *chairman* do Fed.

Algumas publicações, porém, incluindo Novos Keynesianos importantes, têm feito considerações sobre o que deve ser a regulação financeira para o pós-crise.

Blinder (2009) sugere alguns elementos que devem estar presentes na política regulatória no pós-crise, identificando também os pontos em que houve falha. As principais medidas que devem ser adotadas são:

²² Considerando aqui núcleo duro como aqueles que tiveram participação preponderante na elaboração dos modelos que lastreiam o Regime de Metas de Inflação e que têm sua atividade principal no momento vinculada à academia. Dentre eles, estão John Taylor, Michael Woodford e Jordi Galí.

- Necessidade de um regulador sistêmico: consiste em identificar e prevenir riscos que se estendem entre diferentes mercados ou classes de instituições e que são grandes ou estão crescendo o suficiente para causar riscos sistêmicos. O problema, como ressalta Blinder (2009), é perceber *ex-ante* que o problema não se restringe a uma instituição, mas sim ao sistema. Ainda se carece de uma metodologia mais adequada para este fim, embora o autor cite algumas evoluções recentes na área. Mas, no mesmo texto, Blinder cita um exemplo contrafactual dos mercados que estiveram no epicentro da crise financeiro atual:

The residential mortgage market, plus the MBS, CDOs, CDSs and other instruments built on these mortgages, constituted the largest financial market in the world. So you might have thought the systemic risk regulator would have kept a watchful eye on it. If it had, it would have seen what the banking agencies apparently missed: a lot of dodgy mortgages being granted by non-bank lenders with no federal regulator. (Blinder, 2009, pp. 11)

- Solução para as instituições *too-big-to-fail* e *too-interconnected-to-fail*: essas instituições foram criticadas pelo risco moral criado por elas, já que muito provavelmente o governo não as deixará quebrar caso se deparem com uma forte perda de patrimônio. Por esse motivo, elas acabam colocando em risco uma grande monta de recursos dos contribuintes, além de se encontrarem numa posição privilegiada do ponto de vista competitivo (conseguem recursos mais baratos). Blinder (2009) considera mais interessante as seguintes opções: reconhecer que inevitavelmente existirão instituições *too-big-to-fail*, mas cobrá-las por esse privilégio; ou criar um novo mecanismo que permita às autoridades encerrar as atividades das instituições financeiras de forma ordenada, de forma semelhante à atuação do FDIC²³ junto às instituições de pequeno porte²⁴;

- Reformar as instituições reguladoras e cobrir potenciais lacunas de regulação – como a praticamente inexistente regulação nos mercados de derivativos de balcão, nos veículos investimento estruturado²⁵ e nos *conduits*, que ficavam de fora do balanço das instituições financeiras.

- Racionalizar a remuneração dos executivos, visando evitar o incentivo à excessiva tomada de risco no esquema de remuneração atual.

²³ Federal Deposit Insurance Corporation

²⁴ Para mais detalhes, ver Blinder (2009, pp. 17-22).

²⁵ SIVs, *Structured Investment Vehicles*

- Reformular as regras para o montante de capital das instituições financeiras, solucionando os principais problemas contidos em Basileia II: o volume de reservas requeridas é baixo e pró-cíclico²⁶; acreditava demasiadamente nas agências de classificação de risco e nos modelos de gestão de risco dos bancos; e era permissivo às entidades fora do balanço.

Gertler et al. (2010), por sua vez, deram uma abordagem dentro da metodologia tipicamente Novo Keynesiana à questão da regulação macroprudencial. Insere-se, em uma das conjecturas que realizam sobre o mercado bancário e o bem-estar da sociedade, a possibilidade de que seja realizada uma política macroprudencial de contrabalanceamento ao incentivo de tomada excessiva de riscos por parte dos bancos. Uma importante conclusão a que chegam é a de que com a regulação macroprudencial aumenta-se o bem estar da sociedade.

Um aspecto relevante e que ainda não está claro em relação às Políticas Macroprudenciais é se ela será tratada pelo *mainstream* como um campo distinto de pesquisa, como foi feito por Blinder (2009) ou se restringirá aos modelos via incorporação da intermediação financeira e será tratada como parte da política monetária – ou seja, não será transposta para realidade como política de regulação das atividades das instituições financeiras. Adicionalmente, não se sabe se esse aprendizado sobre a não neutralidade macroeconômica da política regulatória permanecerá no campo teórico e retórico dos economistas e políticos ou se de fato haverá alguma ação dos governos para implementação das necessárias medidas Macroprudenciais. O que se nota é que, do ponto de vista político, na medida em que avança a recuperação da atividade econômica e do sistema financeiro, se torna mais complicado conseguir aprovar medidas que limitem as atividades dos entes financeiros. Portanto, ainda que com a recuperação econômica em marcha lenta, os movimentos políticos contrários às reformas têm ganhado voz nos recentes embates políticos.

²⁶ As provisões para perdas exigidas são menores nos períodos de expansão e maiores nos períodos recessivos (via inadimplência). Assim, nos períodos em que já amargam perdas, os bancos são obrigados a piorar os seus resultados pelo aumento de reservas.

c) Considerações finais

O processo de conformação de um novo conjunto de políticas macroeconômicas ainda está longe de ser consolidado. Mas o que Blanchard et al. (2010) tentaram fazer é guiar as pesquisas macroeconômicas num sentido reformista, não revolucionário.

This crisis was not triggered primarily by macroeconomic policy. But it has exposed flaws in the precrisis policy framework, forced policymakers to explore new policies during the crisis, and forced us to think about the architecture of postcrisis macroeconomic policy. (Blanchard et al., 2010, pp. 16).

A essência do pensamento dominante nas recomendações de política macroeconômica era, e continua sendo, evitar ao máximo a discricionariedade de toda e qualquer política, visando aumentar a sua previsibilidade. Essa é claramente a preocupação daqueles que acreditam que a política macroeconômica ancora a expectativa de agentes que a formam racionalmente.

Muita pesquisa nesse sentido já vem sendo publicada pelos Novos Keynesianos, a maioria dela seguindo as grandes linhas do que recomenda Blanchard et al. (2010). O que se nota é que até mesmo dentro do grupo dos Novos Keynesianos ainda há duas linhas divergentes em relação aos rumos que devem ser tomados pela política macroeconômica – especialmente para a fiscal e regulatória. Permanece, assim, um grau importante de heterogeneidade dentro desta escola de pensamento.

Alguns dos Novos Keynesianos que participaram do surgimento do Regime de Metas de Inflação estão atuando na reforma e admitindo que os modelos eram muito simplificados e insuficientes. Cúrdia & Woodford (2010), por exemplo, publicaram um artigo em que as equações que forneceram as diretrizes para a política monetária foram reformuladas, passando a incluir a intermediação financeira e o *spread*²⁷ dos bancos como determinantes do equilíbrio macroeconômico e, em última instância, mercedores de atenção dos *policy makers*.

Os avanços da política monetária têm se aproximado bastante do cerne do que conclui Blanchard et al. (2010), de que o Regime de Metas de Inflação não estava errado, mas que a manutenção do hiato do produto próximo de 0 e a inflação

²⁷ Nesse ponto, em acordo com o que John Taylor tem escrito.

estável não são suficientes para uma conduta ótima de política monetária. Mas ainda se mantém a crença de que essa conduta é capaz de ancorar as expectativas e reduzir os custos de desinflação. Um ponto mais controverso é a utilização das taxa de juros da política monetária para, por exemplo, forçar a desalavancagem dos agentes.

Um grupo importante e mais conservador dos Novos Keynesianos, liderado por John Taylor, insiste que os modelos anteriores à crise não estavam errados em seus fundamentos, mas sim que as políticas que foram postas em prática, especialmente a política monetária, desviaram-se do caminho considerado ideal, dando origem à bolha imobiliária e ao excesso de alavancagem das instituições financeiras – mesmo que tenha apreendido que a intermediação financeira importa. Mas quando Taylor (2010) afirma que “nós devemos voltar para o caminho”, ou seja, que devemos retomar o *modus operandi* da política monetária até o início dos anos 2000, está implícito que os instrumentos seriam basicamente os mesmo e que, portanto, a taxa de juros deveria ser o único instrumento de política monetária.

Para essa ala, a política fiscal não foi exitosa por não ter gerado um aumento significativo no consumo, seguindo o que se espera dentro da teoria da renda permanente ou do ciclo de vida. Por essa razão, a política fiscal deve se concentrar novamente na estabilização ou, se possível, na redução da dívida pública. A Equivalência Ricardiana mantém-se nas entrelinhas da argumentação desse grupo.

No âmbito da regulação, somente foi incorporada nos modelos a possibilidade de políticas para redução do *spread* no interbancário por parte das autoridades, reconhecendo, portanto, que o sistema financeiro pode ter um papel na determinação do equilíbrio macroeconômico. Mas o foco da regulação macroprudencial como tal não tem sido preponderante, no sentido de estabelecer reformas que permitam melhor gerenciamento do risco sistêmico.

Por outro lado, existe uma ala dos Novos Keynesianos, especialmente formada por membros que têm ou tiveram forte ligação com o *policy making*, que tem caminhado num sentido menos conservador. Por razões claras, as publicações acadêmicas desses membros têm sido mais limitadas, mas nota-se, nos discursos e nos artigos, maior comprometimento com as mudanças. Essa ala é liderada por Olivier Blanchard, mas tem outros membros importantes, como o ex vice-presidente do Fed, Alan Blinder. Eles se mostram mais tolerantes com a política fiscal expansionista recente e têm clamado mais ostensivamente pela regulação

macroprudencial, que combinada à política monetária das Metas de Inflação, forneceria um leque mais amplo de políticas macroeconômicas.

Como alternativas para um eventual Novo Consenso Macroeconômico pós-crise, poderíamos ter quatro situações distintas: uma nova escola de pensamento, pautada em recomendações essencialmente diferentes; o Consenso Novo Keynesiano-Novo Clássico não sofreria mudanças significativas, pautado numa satisfação acadêmica e dos *policy makers* no diagnóstico e nas proposições de política macroeconômica geradas pelos modelos; o consenso pré-crise é reformado, mas mantém a sua essência anterior; ou, em última instância, podemos migrar para uma situação em que não há consenso algum, que seria sinalizado por uma maior heterogeneidade das políticas macroeconômicas dos diversos países.

É proeminente que está havendo uma mudança no *mainstream*. Este, que assumia principalmente um formato Novo Keynesiano, não parece estar num caminho de distanciamento destes.

Primeiro, porque os Novos Keynesianos foram rápidos no reconhecimento de que seus modelos não davam conta de explicar e nem oferecer o tratamento adequado para a crise. O FMI, que tem como comandante um Novo Keynesiano (é válido ressaltar novamente), já desde o fim do ano de 2008, quando a crise se agravou, vem oferecendo alternativas de política econômica que não se aproximavam daquelas de antes da crise. O FMI é um órgão extremamente importante para que a teoria econômica deixe de ser somente teoria e se converta em prática. E seu economista chefe, Olivier Blanchard, foi ágil em dizer quais os rumos que as políticas deveriam tomar, o que oferece certa barreira às ideias que sugerem maior discricionariedade.

Segundo, em grandes linhas, a metodologia das publicações recentes nas principais revistas têm seguido rigorosamente aquela que domina a macroeconomia desde a Revolução Novo Clássica²⁸ – macroeconomia com microfundamentos, partindo sempre do indivíduo maximizador. Isso demonstra que o consenso a respeito da metodologia não foi abalado, o que também permite concluir que o simplismo dos modelos macroeconômicos tradicionais tem espaço para continuar prevalecendo. Há de se ressaltar, porém, que há um pequeno distanciamento dos Novos Keynesianos em relação a metodologia tradicional dos Novos Clássicos, ao

²⁸ Cf., por exemplo, Cúrdia & Woodford (2010), Gertler & Kiyotaki (2010), Blanchard & Gall (2010).

se inserir nos modelos a heterogeneidade da preferência dos indivíduos – no sentido de abandonar os modelos com indivíduo representativo.

Em terceiro, está em curso apenas uma reforma das teorias que subsidiavam as recomendações de políticas ótimas, como foi demonstrado no capítulo 4. As principais conclusões dentro do campo teórico do *mainstream* vêm sendo mantidas.

Em quarto, e relacionado com o terceiro ponto, dentro da teoria econômica como esta se conforma atualmente, não há grande ameaça aos Novos Keynesianos para que estes deixem de ser *mainstream*. Aqueles que defendem livre mercado e pouca ação estatal no âmbito econômico, como os Novos Clássicos, tiveram grandes problemas para explicar a crise e não têm força suficiente para voltar com a ideia de que os mercados funcionam de maneira eficiente.

Ao se mover para um lado mais intervencionista, é mais difícil ainda acreditar que qualquer escola de pensamento possa tomar o lugar dos Novos Keynesianos. Primeiramente, os modelos com expectativas racionais dominam as pesquisas nos EUA e em grande parte da Europa, e não foram alvo de maior questionamento pela esmagadora maioria destes economistas. Com expectativas racionais, o caminho para aceitar algum tipo de intervenção da política macroeconômica já foi descoberto e explorado pelos Novos Keynesianos: incorporar que existem diversas imperfeições de mercado que afetam o *market clearing*. Assim, se não houver convencimento de que as expectativas racionais não devem permanecer nos modelos, fica difícil que uma escola de pensamento consiga ser elevada à *mainstream*. A alternativa seria a descoberta de uma demonstração diferente e mais incisiva de imperfeições em modelos com expectativas racionais, o que não tem sido proferido por enquanto. Além disso, o processo de globalização financeira, que não demonstra ter cedido consistentemente seu crescimento, caminha junto a um ambiente econômico com tendências liberalizantes. Por fim, quando se move para as escolas que propõem maior intervencionismo, há maior heterogeneidade nas linhas de pensamento e nas proposições de políticas macro, o que dificulta a consolidação de um consenso.

Em quinto, embora os governos tenham se afastado da política econômica do consenso, eles não deram sinais de que a mudança era permanente. Pelo contrário, têm demonstrado uma preocupação sobre como trilhar os caminhos para retirada dos incentivos, especialmente os fiscais, dados durante a crise. Esse movimento tem sido capitaneado inclusive por importantes economistas e *policy makers* de vertente Novo Keynesiana. E tudo indica que a preocupação com a criação de um

espaço fiscal para os tempos ruins serão maiores no pós-crise, como reação natural aos problemas das dívidas soberanas enfrentadas durante a crise.

Em sexto, o pensamento Novo Keynesiano é, de maneira geral, mais flexível e está mais preocupado com a realidade do que as outras principais escolas de pensamento que já foram ou fazem parte do *mainstream*, como afirma Sicsú (1999). As demonstrações de preocupação com mudanças no modelo recente demonstram que grande parte dos membros dessa escola de pensamento não estão comprometidos com o erro passado de seus modelos.

Os Novos Keynesianos vêm mudando algumas de suas recomendações de política macroeconômica, incorporando em seus modelos novos tipos de imperfeições nos diversos mercados que transcendem a rigidez de preços. Acredita-se que essa reforma interna à escola de pensamento permitirá que ela continue como a principal fornecedora de ideias para o *mainstream* teórico e dos *policy makers*. Isso porque não há uma corrente de economistas suficientemente forte ou, até o momento, alguma teoria capaz de desbancar as expectativas racionais. Além disso, os governos não parecem desejar se mover para um quadro de referência de política macroeconômica tão distinto daquele que vigorava até a erupção da crise, bem como as maiores instituições continuam buscando respostas nos pensamentos Novos Keynesianos.

A maior dúvida, entretanto, é o rumo das políticas regulatórias e Macroprudenciais. Se a erupção da crise colocou em xeque a noção de que as instituições financeiras não tomariam risco excessivo e não colocariam, portanto, o sistema em risco, na medida em que avança a recuperação econômica e do sistema financeiro, aumenta o poder de barganha dessas instituições para em favor do *business as usual*. Ou seja, embora existam Novos Keynesianos clamando para reaparelhamento dos instrumentos de regulação, não está claro até que ponto essas medidas podem ser colocadas em prática. Entretanto, há de se ressaltar que caso não sejam postas em prática as políticas Macroprudenciais, haveria também um viés Novo Keynesiano nessa política, já que há uma ala mais conservadora que não tem defendido uma maior regulação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALESINA, Alberto; SUMMERS, Lawrence. Central Bank Independence and Performance: Some Comparative Evidence, Journal of Money, Credit, and Banking, Maio, 1993.

BALL, Lawrence; ROMER, David. Sticky Prices as Coordination Failure. American Economic Review. nº 3, pp. 539-552, Junho, 1991.

BARRO, Robert; GROSSMAN, Herschel. A General Disequilibrium Model of Income and Employment. American Economic Review, 61:1, pp. 82-93, Março, 1971.

BERNANKE, Ben; MISHKIN, Frederic S. Inflation targeting: a new framework to monetary policy. 1997. (NBER Working Paper, n. 5893).

BLANCHARD, Olivier. The State of Macro. The Annual Review of Economics. Maio, 2009.

_____ The two rebalancing acts. Portal Voxeu, 12 de outubro de 2010. Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5659>

BLANCHARD, Olivier; DELL'ARICCIA, Giovanni; MAURO, Paolo. Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note. International Monetary Fund. Fevereiro, 2010.

BLANCHARD, Olivier; GALÍ, Jordi. Labor Markets and Monetary Policy: A New Keynesian Model with Unemployment. American Economic Journal: Macroeconomics, Volume 2, número 2, pp. 1-30. Abril, 2010.

BLINDER, Alan; CANETTI, Elie; LEBOW, David; RUDD, Jeremy. Asking about prices: a new approach to understanding price stickiness. New York: Russel Sage Foundation, 1998.

_____ It's Broke, Let's Fix It: Rethinking Financial Regulation. Federal Reserve of Boston Conference. Outubro, 2009.

CARNEIRO, Francisco. Efficiency wages, insiders-outsiders e determinação dos salários: teorias e evidência. Revista de Economia Política, vol. 17, nº 2. Abril, 1997.

CARVALHO, Fernando. J. C.; SOUZA, Francisco. E. P.; SICSÚ, João. ; PAULA, Luiz. F. R.; STUDART, Rogério. Economia Monetária e Financeira. Teoria e Política. Ed. Campus, Rio de Janeiro: 2ª edição, 2007.

COLANDER, David; HOLT, Ric; ROSSER, Barkley. The Changing Face of Mainstream Economics. Review of Political Economy, 16(4), 485-799, 2004.

COOPER, Russell; JOHN, Andrew. Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models. Quarterly Journal of Economics, vol. 103, pp. 441-463. Agosto, 1988.

CUKIERMAN, Alex, Central Bank Strategy, Credibility and Independence. Cambridge, MIT Press, 1992.

DEQUECH, David. Neoclassical, mainstream, orthodox, and heterodox economics. Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 30 (2): 279-302. Inverno, 2007.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets; a review of theory and empirical work. Journal of Finance, vol. 25, pp. 383-417, 1970.

_____ Foundations of finance. Oxford, Basil Blackwell, 1996.

FARHI, Maryse. Análise comparativa do regime demetas de inflação: pass-through, formatos e gestão nas economias emergentes. Texto para Discussão nº 127, IE/UNICAMP, Julho, 2007.

FISHER, Irving. The debt-deflation theory of great depressions. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 1993.

FISCHER, Stanley. Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule, Journal of Political Economy, Fevereiro, 1977

FULLER, Dan; GEIDE-STEVENSON, Doris. Consensus Among Economists: Revisited. Journal of American Education. Fall, 2003.

GERTLER, Mark; KIYOTAKI, Nobuhiro; QUERALTO, Albert. Financial Crises, Bank Risk Exposure and Government Financial Policy. Setembro, 2010.

GOLOSOV, LUCAS, Robert. Menu Costs and the Phillips Curve. Journal of Political Economy, 2007.

GOODHART, Charles. Game Theory for Central Bankers: A Report to the Governor of the Bank of England. Journal of Economic Literature, Março, 1994a.

_____ What Should Central Bankers Do? What Should be Their Macroeconomic Objectives and Operations? Economic Journal, Novembro, 1994b

GORDON, Robert. Output Fluctuations and Gradual Price Adjustment. Journal of Economic Literature, Junho, 1981.

GREENWALD, Bruce; STIGLITZ, Joseph. New and Old Keynesians. Journal of Economic Perspectives, Inverno, 1993a.

_____ Financial Market Imperfections and Business Cycles. Quarterly Journal of Economics, Fevereiro, 1993b.

GRUNBERG, Emile; MODIGLIANI, Franco. The Predictability of Social Events. Journal of Political Economy. Vol. 62, pp. 465-478, Dezembro, 1954.

HANSON, Samuel; KASHYAP, Anil; STEIN, Jeremy. A Macroprudential Approach to Financial Regulation. Preparado para o Journal of Economic Perspectives. Julho, 2010.

HERMANN, Jennifer. O Modelo de Racionamento de Crédito e a Política Monetária Novo Keynesiana: uma Análise Crítica. Revista de Economia Política, vol. 20, nº 2. Abril, 2000.

_____ Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos 1990-2000. Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia da ANPEC. Salvador. Dezembro, 2006.

KRUGMAN, Paul. Debt, deleveraging, and the liquidity trap. Portal Voxeu, 18 de novembro de 2010. Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5823>

KYDLAND, Finn; Prescott, Edward. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, Journal of Political Economy, Junho, 1977

LUCAS, Robert. Econometric testing of the natural rate hypothesis, in O. Eckstein (ed.) Econometrics of Price Determination Conference, Board of Governors, Federal Reserve System, Washington DC, 1972.

_____ Some International Evidence on Output–Inflation Tradeoffs. American Economic Review, Junho, 1973.

MALINVAUD, Edmund. The Theory of Unemployment Reconsidered. Oxford: Blackwell, 1977.

MANKIW, N.Gregory (1991). Comment on J.J. Rotemberg and M. Woodford: Markups and the Business Cycle, NBER Macroeconomics Annual, 1991.

_____ The Macroeconomist as Scientist and Engineer. Harvard University. Maio, 2006.

MENDONÇA, Helder. A Teoria da Independência do Banco Central: Uma Interpretação Crítica. Revista Est. Econômica, Vol 30, Nº 1, pp. 101-127. São Paulo, 2000.

MUTH, John. Rational Expectations and the Theory of Price Movements, *Econometrica*, Vol 29, Nº 3, pp. 315-335, 1961.

OKUN, Arthur. Potential GNP: Its Measurement and Significance. Proceedings of the Business and Economics Statistics Section of the American Statistical Association. Washington, DC, 1962.

OSBORNE, Martin; RUBINSTEIN, Ariel. A Course in Game Theory. MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2001.

PHELPS, Edmund; TAYLOR, John. Stabilizing Powers of Monetary Policy Under Rational Expectations. *Journal of Political Economy*. Fevereiro, 1977.

RUFFING, Kathy; HORNEY, James. Critics Still Wrong on What's Driving Deficits in Coming Years. Center on Budget and Policy Priorities. Junho, 2010. Disponível em: <http://www.cbpp.org/cms/index.cfm?fa=view&id=3036>

SARGENT, Thomas; WALLACE, Neil. Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*, Abril, 1975.

_____. Rational Expectations and the Theory of Economic Policy. *Journal of Monetary Economics*, Abril, 1976.

SCREPANTI, Ernesto; ZAMAGNI, Stefano. An outline of the history of economic thought. Second Edition. Oxford University Press, New York, 2005.

SICSÚ, João. Keynes e os Novos Keynesianos. *Revista de Economia Política*, vol. 29, nº 2, pp. 84-102, 1999.

SNOWDON, Brian; VANE, Howard. Modern Macroeconomics: Its Origin, Development and Current State. Ed. Edward Elgar, 1ª edição, 2005.

SRAFFA, Piero. The laws of returns under competitive conditions. Economic Journal, nº 144, Vol. XXXVI pp. 535-550, Dezembro, 1926.

STIGLITZ, Joseph; GREENWALD, Bruce. Keynesian, New Keynesian and New Classical Economics. Oxford Economic Papers. New Series, Vol. 39, No. 1, pp. 119-133, Março, 1987.

TAYLOR, John. Reassessing Discretionary Fiscal Policy. Journal of Economic Perspectives. Vol. 14, nº 3 pp. 21-36, 2000.

_____. Monetary Policy and the State of the Economy. Testimony before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives. Fevereiro, 2008.

_____. The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of what went Wrong. NBER Working Paper Series, Working Paper 14631, Janeiro, 2009a.

_____. The Lack of an Empirical Rationale for a Revival of Discretionary Fiscal Policy. American Economic Review, Maio, 2009b.

_____. Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis. Federal Reserve of Saint Louis Review. Maio/Junho, 2010a.

_____. An Exit Rule for Monetary Policy. Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives. 25 de Março, 2010b.

WALTERS, Alan. Consistent expectations, distributed lags and the quantity theory. Economic Journal, 81, pp. 273-281, 1971.