



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA**



**RENAN JOSÉ ROSSI CAZARI**

**CRISES TÊM APROXIMADO O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO  
DA TEORIA PÓS-KEYNESIANA?**

CAMPINAS

2024

RENAN JOSÉ ROSSI CAZARI

**CRISES TÊM APROXIMADO O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO  
DA TEORIA PÓS-KEYNESIANA?**

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Profa. Dra. Lilian Nogueira Rolim

CAMPINAS

2024

Ficha catalográfica  
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)  
Biblioteca do Instituto de Economia  
Luana Araujo de Lima - CRB 8/9706

C318c Cazari, Renan José Rossi, 1999-  
Crises têm aproximado o novo consenso macroeconômico da teoria pós-keynesiana? / Renan José Rossi Cazari. – Campinas, SP : [s.n.], 2024.

Orientador(es): Lilian Nogueira Rolim.  
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Instituto de Economia.

1. Nova síntese neoclássica. 2. Economia keynesiana. 3. Bancos centrais. 4. Crises. 5. Política monetária. I. Rolim, Lilian Nogueira, 1991-. II. Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP). Instituto de Economia. III. Título.

Informações complementares

**Título em outro idioma:** Have crises brought the new consensus macroeconomics closer to post-keynesian theory?

**Palavras-chave em inglês:**

New neoclassical synthesis

Keynesian economics

Banks and banking, Central

Crises

Monetary policy

**Titulação:** Bacharel em Ciências Econômicas

**Banca examinadora:**

Lilian Nogueira Rolim [Orientador]

Simone Silva de Deos

**Data de entrega do trabalho definitivo:** 02-12-2024

RENAN JOSÉ ROSSI CAZARI

**CRISES TÊM APROXIMADO O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO  
DA TEORIA PÓS-KEYNESIANA?**

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Data de aprovação: \_\_ / \_\_ / \_\_\_\_

Banca Examinadora

---

Profa. Dra. Lilian Nogueira Rolim – Presidente da banca  
Universidade Estadual de Campinas – Instituto de Economia

---

Profa. Dra. Simone Silva de Deos – Docente convidado  
Universidade Estadual de Campinas – Instituto de Economia

Para meus pais,  
Rita e Carlos.

## AGRADECIMENTOS

A realização do presente trabalho não seria possível sem o apoio incondicional de minha família, amigos e colegas. Expresso a minha profunda gratidão à minha mãe, Rita, exemplo de paixão pela educação e que sempre me incentivou ao longo da incrível jornada que foi a graduação. Ao meu pai, Carlos, que sempre me coloca em suas orações e torce por mim. Ao meu irmão, Cássio, exemplo de pessoa, que me ensina muito sobre a importância do trabalho duro para alcançarmos nossos objetivos. À minha parceira de vida, Rafaela, que me inspira a ser melhor diariamente e cujo amor e carinho me confortaram nos momentos de dificuldade. Aos meus amigos, Laion, Bonora e André, que, mesmo de longe, estão sempre comigo.

Não poderia deixar de agradecer imensamente à Profa. Dra. Lilian Nogueira Rolim por ter acreditado no meu potencial desde o primeiro dia. Seus ensinamentos iluminaram meu modo de ver a Economia e enriqueceram profundamente a minha formação. Também agradeço à Profa. Dra. Simone Silva de Deos por ter aceitado o convite para compor a banca examinadora. Suas aulas foram fonte de inspiração para mim e motivaram a minha pesquisa sobre política monetária. Aos colegas de curso, agradeço pelas ricas discussões. À UNICAMP, agradeço por oferecer ensino público gratuito e de qualidade. Aos demais brasileiros, especialmente aos mais pobres, agradeço por terem financiado a minha educação.

## RESUMO

Esta monografia investiga se as crises recentes, como a Grande Crise Financeira (GCF) e a pandemia de COVID-19, têm promovido uma aproximação entre o Novo Consenso Macroeconômico e a teoria pós-keynesiana, principalmente no que se refere à política monetária. Trata-se de uma análise importante à medida que os modelos dos economistas têm se mostrado incapazes de anteciparem as crises recentes e de fornecerem respostas eficazes para mitigar seus efeitos. A metodologia adotada consiste em uma ampla revisão bibliográfica sobre o tema. Os resultados encontrados pelo estudo sugerem que, em períodos de turbulência, o *mainstream* tende a se aproximar timidamente da teoria pós-keynesiana, sobretudo no que se refere a questões mais práticas. Todavia, as diferenças epistemológicas permanecem significativas. A conclusão aponta para a necessidade de maior diálogo e integração entre ambas as abordagens para impulsionar o avanço das ciências econômicas e oferecer respostas mais assertivas aos desafios contemporâneos.

**Palavras-chave:** Novo Consenso Macroeconômico; Economia Pós-Keynesiana; Banco Central; Crises; Política Monetária.

## **ABSTRACT**

This senior thesis investigates whether recent crises, such as the Great Financial Crisis (GFC) and the COVID-19 pandemic, have fostered a convergence between the New Consensus Macroeconomics and post-Keynesian theory, particularly regarding monetary policy. This analysis is crucial as economists' models have proven inadequate in anticipating recent crises and providing effective responses to mitigate their effects. The methodology adopted involves an extensive literature review on the subject. The results found by the study suggest that, during periods of turbulence, the mainstream tends to cautiously align with post-Keynesian theory, especially on more practical matters. However, significant epistemological differences remain. The conclusion highlights the need for greater dialogue and integration between both approaches to drive the advancement of economic sciences and provide more assertive responses to contemporary challenges.

**Keywords:** New Consensus Macroeconomics; post-Keynesian Economics; Central Banking; Crises; Monetary Policy.

## LISTA DE FIGURAS

- Figura 1** – Representação dos portfólios dos agentes conforme a distribuição de renda ..... 56
- Figura 2** – Curva de Rolim ..... 88

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	12
<b>1. EVOLUÇÃO DO PENSAMENTO ECONÔMICO: DA SÍNTESE NEOCLÁSSICA AO NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO</b> .....	15
1.1. INTRODUÇÃO.....	15
1.2. MACROECONOMIA NOVO CLÁSSICA .....	15
1.3. MACROECONOMIA NOVO KEYNESIANA.....	21
1.3.1. RIGIDEZES NOMINAIS.....	22
1.3.2. RIGIDEZES REAIS .....	25
1.4. NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO.....	29
1.5. PROPOSIÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DO NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO .....	31
1.6. MACROECONOMIA PÓS-KEYNESIANA .....	34
1.7. PROPOSIÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DO PÓS-KEYNESIANISMO.....	37
1.8. CONCLUSÃO.....	43
<b>2. TEORIA DA POLÍTICA MONETÁRIA: PRINCIPAIS CONCEITOS E DISCUSSÕES</b> .....	44
2.1. INTRODUÇÃO.....	44
2.2. UMA VISÃO GERAL SOBRE A REGRA DE TAYLOR .....	46
2.3. CONSIDERAÇÕES SOBRE A CURVA DE PHILLIPS E A NAIRU.....	47
2.4. A REGRA DE TAYLOR E A REGRA DE WICKSELL.....	50
2.5. OS EFEITOS DISTRIBUTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	52
2.5.1. UMA PRIMEIRA APROXIMAÇÃO .....	53
2.5.2. EXPLORANDO OUTROS CANAIS DE TRANSMISSÃO.....	55
2.5.3. UM FRAMEWORK ALTERNATIVO .....	57
2.5.4. CRÍTICA INTERNA DE PRESSMAN AO PÓS-KEYNESIANISMO .....	59
2.6. O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO É COMPATÍVEL COM A TEORIA PÓS-KEYNESIANA?.....	61

2.7. MODELOS AGENT-BASED: UMA ALTERNATIVA METODOLÓGICA AOS MODELOS DSGE .....	63
2.8. CONCLUSÃO.....	65
<b>3. “NOVO” NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO: MUDANÇAS OU MAIS DO MESMO?.....</b>	<b>66</b>
3.1. INTRODUÇÃO.....	66
3.2. REVISÃO DO NOVO CONSENSO MACROECONÔMICA PÓS-CRISE .....	66
3.3. MUDANÇAS METODOLÓGICAS NOS MODELOS DE EQUILÍBRIO GERAL... ..	70
3.4. POLÍTICA MONETÁRIA NO CONTEXTO DA PANDEMIA DE COVID-19 .....	71
3.5. INFLAÇÃO PÓS-COVID: TRANSITÓRIA OU PERMANENTE? .....	73
3.6. A INTERPRETAÇÃO DE MANKIW.....	75
3.7. A INTERPRETAÇÃO DE BLANCHARD E BERNANKE.....	78
3.8. A INTERPRETAÇÃO PÓS-KEYNESIANA.....	82
3.8.1. <i>VACANCY RATIO</i> E RIGIDEZ NO MERCADO DE TRABALHO .....	83
3.8.2. A CULPA DA INFLAÇÃO PÓS-COVID É DOS TRABALHADORES?.....	84
3.8.3. RESSUREIÇÃO DA CURVA DE PHILLIPS: A VOLTA DOS QUE NUNCA FORAM.....	86
3.8.4. CURVA DE ROLIM E INFLAÇÃO DE LUCROS .....	87
3.9. O FUTURO DA POLÍTICA MONETÁRIA .....	91
3.10. CONCLUSÃO .....	93
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>95</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>98</b>

## INTRODUÇÃO

Joan Robinson (1978, p. 75) declarou que “*the purpose of studying economics is not to acquire a set of ready-made answers to economic questions, but to learn how to avoid being deceived by economists*”. Portanto, a análise crítica das teorias neoclássica e pós-keynesiana e das suas implicações para as políticas econômicas se revela essencial para evitar cair nas artimanhas de economistas mais astutos do que nós.

O *hardcore*<sup>1</sup> do programa de pesquisa do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) se baseia, de acordo com De Paula e Saraiva (2016, p. 6), na hipótese das expectativas racionais, nos modelos de equilíbrio geral dinâmico estocástico (DSGE), na hipótese da taxa natural de desemprego e no conceito de dicotomia clássica. Por outro lado, segundo Hein (2017, p. 135), o corpo de ideias que caracteriza a escola pós-keynesiana se apoia no princípio da demanda efetiva, na teoria monetária da produção, na noção de incerteza fundamental, na historicidade e irreversibilidade do tempo e na distribuição de renda. Apesar da notória disparidade entre as abordagens ortodoxa e heterodoxa, justifica-se plenamente o esforço de comparação, uma vez que a análise crítica proporciona *insights* relevantes sobre as suas similaridades e controvérsias, promovendo um avanço na compreensão do estado da arte da teoria macroeconômica.

Ademais, os desenvolvimentos mais recentes – como a Grande Crise Financeira e a pandemia do novo coronavírus – têm reacendido o velho debate sobre a intervenção do Estado na economia e sobre o papel das políticas fiscal e monetária. Embora endereçadas ao período pós-crise de 2008, as reflexões de Saraiva et al. (2019, p. 263) são igualmente verdadeiras para a conjuntura atual:

*[...] os fundamentos teóricos e as recomendações de política econômica do NCM vêm sendo questionados, tanto no ambiente acadêmico, quanto na esfera política, exigindo que seus proponentes e defensores forneçam respostas sobre as limitações e deficiências do modelo de política adotado ao longo das últimas décadas.*

Por isso, a razão de ser do presente trabalho se resume a uma indagação: como o Novo Consenso Macroeconômico tem se alterado (para permanecer o mesmo<sup>2</sup>) à luz da conjuntura atual e em que medida tem se aproximado da teoria pós-keynesiana no que se refere à política monetária?

---

<sup>1</sup> Emprego o termo *hardcore* no mesmo sentido definido pelos autores: “[...] a theoretical basis that is conventionally accepted as ‘irrefutable’ based on the methodological decisions of its proponents” (De Paula & Saraiva, 2016, p. 2).

<sup>2</sup> Faço menção a Palley (2013, p. 193), para quem a mudança do *mainstream* é “[a] change that keeps things the same”.

A hipótese levantada é que o paradigma dominante das ciências econômicas sofre forte influência de fatores conjunturais<sup>3</sup>. Em momentos de crise, o *mainstream*<sup>4</sup> da profissão tende a se aproximar, ainda que timidamente, da teoria pós-keynesiana, principalmente em questões mais pragmáticas sobre a condução da política monetária. O debate metodológico ou epistemológico, entretanto, raramente acontece. Em períodos de prosperidade, o espaço para diálogo se torna ainda mais limitado, com as explicações de natureza ortodoxa ganhando terreno. Argumenta-se que o confronto de ideias entre essas abordagens é benéfico para o nosso campo do conhecimento e, por isso, deveria ocorrer sempre – a despeito da conjuntura econômica. Desse modo, aproveitando o que cada escola tem de melhor, a nossa disciplina avançaria em direção a uma ciência mais madura e capaz de oferecer respostas mais assertivas aos desafios contemporâneos.

Para tanto, a metodologia empregada consiste em uma vasta revisão da bibliografia relevante sobre o tema. Além desta introdução, o presente trabalho está estruturado em três capítulos. O Capítulo 1 oferece um panorama sobre a evolução do pensamento econômico. Estudamos a formação do Novo Consenso Macroeconômico, seus principais aspectos teóricos e suas recomendações de política econômica. Realizamos exercício semelhante para a escola pós-keynesiana, destacando as principais diferenças conceituais e as alternativas de política econômica. O Capítulo 2 aprofunda a análise de alguns conceitos abordados anteriormente. Discutimos o surgimento da Regra de Taylor e traçamos um paralelo com a abordagem wickselliana de fundos emprestáveis. Apresentamos diferentes interpretações sobre a NAIRU e examinamos sua compatibilidade com a teoria pós-keynesiana. Por fim, consideramos a possibilidade dos modelos baseados em agentes substituírem os modelos de equilíbrio geral. Os temas trabalhados no Capítulo 2 visam dar subsídio ao leitor para uma melhor compreensão da discussão que será empenhada na sequência.

Finalmente, o Capítulo 3 avalia os impactos que a Grande Crise Financeira e a pandemia do novo coronavírus tiveram sobre o *mainstream* das ciências econômicas. Conhecemos mais sobre as políticas monetárias não convencionais, como o *quantitative easing* e o *forward guidance*, amplamente utilizadas para estabilizar os mercados financeiros e estimular a economia em períodos de turbulência. Analisamos o surto inflacionário pós-covid à luz do

---

<sup>3</sup> Em linha com o que Galbraith escreveu em *The Affluent Society* (1998, p. 19): “*the enemy of the conventional wisdom is not ideas but the march of events*”.

<sup>4</sup> Emprego o termo *mainstream* seguindo a definição de Dequech (2007, p. 281). Para o autor, a economia *mainstream* é um conceito sociológico que engloba as ideias e abordagens com maior prestígio e influência, incluindo a ortodoxia e outras vertentes. Já a economia ortodoxa refere-se à escola de pensamento dominante mais recente, atualmente representada pela economia neoclássica.

debate entre o “*team transitory*” e o “*team permanent*”. Para os primeiros, a inflação era consequência de gargalos setoriais e desequilíbrios entre oferta e demanda gerados pela pandemia. De acordo com essa interpretação, a pressão inflacionária cederia à medida que as condições de oferta se normalizassem. Para os segundos, a inflação era fruto de um mercado de trabalho (supostamente) superaquecido pelos amplos pacotes fiscais em resposta à pandemia. Os partidários do “*team permanent*” argumentavam que a pressão inflacionária era estrutural e, portanto, o *Fed* deveria implementar uma política monetária restritiva para trazer a inflação de volta à meta e manter as expectativas ancoradas. Vimos que, em geral, os autores pós-keynesianos se alinharam com o “*team transitory*”. Por outro lado, economistas ortodoxos adotaram uma posição eclética no debate, reconhecendo os distúrbios do lado da oferta, porém sem abandonar o manual neoclássico. Por último, mas não menos importante, uma seção com comentários finais encerra o trabalho.

# 1. EVOLUÇÃO DO PENSAMENTO ECONÔMICO: DA SÍNTESE NEOCLÁSSICA AO NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

## 1.1. INTRODUÇÃO

O presente capítulo faz uma incursão sobre a história do pensamento econômico. Primeiramente, busca-se esclarecer como a combinação entre as correntes teóricas novo clássica e novo keynesiana deu origem ao Novo Consenso Macroeconômico e quais foram as proposições de política econômica resultantes desse processo. Em seguida, são apresentadas as características fundamentais da teoria pós-keynesiana, ressaltando suas principais diferenças em relação à abordagem convencional. Por fim, extrai-se algumas alternativas para a condução da política econômica que extrapolam a simples dimensão do Regime de Metas de Inflação.

## 1.2. MACROECONOMIA NOVO CLÁSSICA

Durante as décadas de 1950 e 1960, o *mainstream* do pensamento econômico era dominado pela teoria keynesiana da síntese neoclássica. Nesse contexto, poucos eram os que desafiavam as suas explicações sobre os fenômenos macroeconômicos ou as suas recomendações de política de administração da demanda agregada para a consecução do pleno emprego. Dentre os críticos, na Universidade de Chicago, estava Milton Friedman que, já em 1956, deu início à contrarrevolução monetarista com a publicação de *The Quantity Theory of Money: A Restatement* (Screpanti e Zamagni, 2005, p. 336). Friedman não poupou o keynesianismo da síntese neoclássica de críticas, especialmente no que se refere à relação entre as taxas de inflação e desemprego sintetizada pela Curva de Phillips.

A síntese neoclássica rechaçava o conceito de dicotomia clássica, segundo o qual não haveria qualquer relação entre as variáveis reais e nominais da economia. O monetarismo de Friedman, por outro lado, defendia a dicotomia clássica. Com efeito, a introdução das expectativas adaptativas sobre a inflação e da taxa natural de desemprego trouxeram à tona a assim chamada Curva de Phillips aceleracionista<sup>5</sup>, a qual previa que, no curto prazo, poder-se-ia notar alguma interação entre os lados real e nominal da economia caso os agentes estivessem iludidos monetariamente. Dito de melhor maneira, os agentes constituem expectativas

---

<sup>5</sup> Diferente da Curva de Phillips convencional, que estabelece uma relação negativa entre a taxa de desemprego e a taxa de inflação, a versão aceleracionista da Curva de Phillips pressupõe uma relação negativa entre a taxa de desemprego e a variação na taxa de inflação.

*backward-looking*, confiando que a inflação observada nos períodos mais recentes se reproduza nos períodos subsequentes. Caso as expectativas sejam frustradas, tomarão variações nominais por variações reais, levando temporariamente a economia a uma taxa de desemprego diferente da natural. Todavia, "*you can't fool all the people all the time*" (Screpanti e Zamagni, 2005, p. 337). No longo prazo, portanto, as expectativas tenderiam para o valor observado e a economia se estacionaria sobre a taxa natural de desemprego. Isso quer dizer que, no longo prazo, a neutralidade da moeda seria válida.

Ademais, Friedman criticava a discricionariedade da política econômica devido às defasagens temporais entre o diagnóstico do problema, a prescrição do remédio e a avaliação de sua eficácia. A solução estava na condução da política econômica via regras - destacadamente sobre os agregados monetários, uma vez que a inflação era entendida como um fenômeno estritamente monetário em linha com a teoria quantitativa da moeda. Com base nessa perspectiva, Friedman era favorável ao uso da política monetária para garantir a estabilidade inflacionária, rebaixando a importância da política fiscal, que, em última instância, apenas geraria aceleração da inflação (porquanto elevaria o estoque nominal de moeda) e desestimularia o gasto privado (efeito *crowding out*). Apesar das investidas do monetarismo de Friedman, a síntese neoclássica continuou como saber convencional até início dos anos 1970, quando o golpe derradeiro veio sob a forma da estagflação.

Nesse contexto, inspirado pelos ensinamentos de Friedman, o economista Robert E. Lucas liderou uma revolução na macroeconomia. Não foi o monetarismo de Friedman, mas os novos clássicos de Lucas que levaram o keynesianismo da síntese neoclássica à lona: "*the students go beyond the master*" (Screpanti e Zamagni, 2005, p. 340). Como destacam Snowdon e Vane (2005, p. 219), o principal argumento da escola novo clássica "*against Keynes and the Keynesians was that they had failed to explore the full implications of endogenously formed expectations on the behaviour of economic agents*". Para suprir essa lacuna, Lucas aplicou a hipótese das expectativas racionais desenvolvida por Muth (1961) na construção de seus modelos macroeconômicos. Dão forma ao programa de pesquisa da macroeconomia novo clássica outras suposições fundamentais: a) microfundamentação: a dinâmica macroeconômica deriva do comportamento microeconômico maximizador dos agentes racionais; b) *market-clearing* contínuo e instantâneo: preços e salários perfeitamente flexíveis implicam em mercados em permanente estado de equilíbrio; c) oferta agregada de Lucas: o nível da produção depende das decisões ótimas tomadas por firmas e trabalhadores racionais tendo em vista os preços relativos.

Vale a pena tecer algumas considerações sobre as hipóteses supracitadas. Keynes realçou em sua *Teoria Geral* o papel central que as expectativas cumprem sobre a dinâmica macroeconômica, mas não dedicou uma análise específica sobre o processo de formação das expectativas. A explicação monetarista da hipótese das expectativas adaptativas parecia incompatível com a racionalidade dos agentes veiculada pela teoria ortodoxa, uma vez que admitia a ocorrência de erros sistemáticos. Com isso, a inclusão das expectativas *forward-looking* na estrutura teórica do *mainstream* se consolidou como a forma mais adequada para descrever o processo de formação das expectativas. Entretanto, a hipótese das expectativas racionais não está isenta de controvérsias. A alegação de Muth (1961, p. 316) que as expectativas “[...] *since they are informed predictions of future events are essentially the same as the predictions of the relevant economic theory*” é deveras questionável, pois nem mesmo entre os economistas há um acordo sobre qual é a teoria econômica relevante.

É possível, como sugerem Snowden e Vane (2005, p. 226), representar algebricamente a hipótese das expectativas racionais da seguinte forma:

$$\dot{P}_t^e = E(\dot{P}_t \mid \Omega_{t-1}) \quad (1.1)$$

onde  $\dot{P}_t$  é a taxa de inflação verificada no período  $t$ ;  $E(\dot{P}_t \mid \Omega_{t-1})$  é a expectativa racional da taxa de inflação sujeita ao estoque de informações disponíveis do período anterior ( $\Omega_{t-1}$ ). É importante salientar que o conceito de expectativas racionais não significa total ausência de erros por parte dos agentes. Apenas quer dizer que os agentes não cometem erros sistemáticos. Portanto, pode-se incluir um termo de erro aleatório na representação algébrica da hipótese das expectativas racionais:

$$\dot{P}_t = \dot{P}_t^e + e \quad (1.2)$$

Vale notar que  $e$  deve possuir média igual a zero e não deve exibir correlação com o estoque de informações disponíveis do período anterior ( $\Omega_{t-1}$ ). Desse modo, as expectativas subjetivas dos agentes coincidem, no longo prazo, com o valor efetivamente observado da variável em questão. Mais simplesmente: os agentes, na média, acertam as suas previsões. Finalmente, é relevante mapear algumas das críticas feitas à hipótese das expectativas racionais: não leva em conta os custos envolvidos na aquisição e processamento das informações; considera que existe um único modelo verdadeiro (*true model*) capaz de explicar a dinâmica

macroeconômica, nomeadamente o novo clássico; não considera a formação de expectativas em um contexto de incerteza fundamental *à lá* Keynes.

O pressuposto mais contestado da macroeconomia novo clássica certamente é o de ajustamento contínuo e instantâneo dos mercados. Antes de partirmos para as suas críticas, porém, é pertinente esboçar algumas das hipóteses subjacentes à ideia de *continuous market-clearing*. Essas hipóteses podem ser sumarizadas da seguinte maneira: agentes são *price-takers* (*i.e.*, não têm poder de mercado); firmas operam sob um regime de concorrência perfeita; preços são perfeitamente flexíveis. As críticas mais recorrentes vão no sentido de que essa hipótese não tem validação empírica. Contrariamente, o que parece prevalecer, pelo menos no mercado de bens e serviços e no mercado de trabalho, é a ocorrência de preços rígidos. A escola novo keynesiana, que examinaremos mais adiante, debruça-se sobre essa questão e busca explicar a rigidez de preços por meio das imperfeições de mercado.

A hipótese da oferta agregada de Lucas se baseia em dois princípios básicos da microeconomia ortodoxa: as decisões dos agentes refletem o seu comportamento maximizador; e tanto a oferta de trabalho pelos trabalhadores como a oferta de produtos pelas firmas dependem dos preços relativos (Snowdon e Vane, 2005, p. 233). Considera-se que os trabalhadores se deparam, a qualquer momento do tempo, com um *trade-off* entre trabalho e lazer. Além disso, supõe-se que os trabalhadores conheçam o salário real esperado. Assim, se o salário real vigente for maior (menor) que o salário real esperado, então os trabalhadores optariam por ofertar mais (menos) trabalho e, conseqüentemente, ter menos (mais) tempo de lazer no presente em troca de mais (menos) lazer no futuro, quando se espera que o salário real seja menor (maior). Em síntese, a substituição intertemporal entre trabalho e lazer implica que a oferta de trabalho seja voluntária. Portanto, a escola novo clássica não reconhece a existência de desemprego involuntário – um dos pontos-chave da teoria keynesiana.

Por fim, busca-se compreender, a nível microeconômico, o comportamento das firmas na determinação da oferta. Embora as firmas conheçam o preço do seu mercado em qualquer período do tempo, elas só têm acesso ao nível geral de preços da economia com alguma defasagem temporal. Deriva daí que as empresas estão sujeitas a um problema de “extração de sinal”, ou seja, um problema em identificar se um aumento na demanda significa um aumento na demanda do seu mercado (logo, um aumento dos preços relativos) ou um aumento na demanda da economia como um todo (de modo que os preços relativos se mantivessem inalterados). Conclui-se que, se a variabilidade do nível de preços for demasiadamente elevada, a resposta das firmas em termos de oferta será relativamente inelástica.

É digno de nota que caso os agentes (firmas e trabalhadores) possuam expectativas de inflação que acabem se provando realidade ( $\dot{P}_t^e = \dot{P}_t$ ), então o salário real esperado será igual ao salário real observado e as empresas não terão problema em extrair o sinal correto do mercado. Nessa situação, as firmas estarão produzindo no seu nível ideal e todos os trabalhadores desejosos de trabalho estarão empregados. Sendo assim, a economia tenderá ao seu produto potencial, isto é, ao nível de produto compatível com a sua estrutura produtiva. Se as expectativas de inflação forem frustradas, poder-se-á observar um nível de atividade econômica acima ou abaixo do potencial<sup>6</sup>. Podemos formalizar essa relação da seguinte forma:

$$Y_t = Y^* + \alpha[\dot{P}_t - \dot{P}_t^e] \quad (1.3)$$

em que  $Y_t$  é o produto da economia no período  $t$ ;  $Y^*$  é o produto potencial; e  $\alpha$  é um coeficiente que capta a sensibilidade do produto a erros expectacionais. Substituindo (1.1) em (1.3) podemos escrever:

$$Y_t = Y^* + \alpha[\dot{P}_t - E(\dot{P}_t | \Omega_{t-1})] \quad (1.4)$$

Destarte, fica claro que a economia converge para o produto potencial se as expectativas se concretizarem. Consequentemente, a taxa de desemprego tende à taxa de desemprego natural.

No entanto, se as expectativas não forem capazes de antecipar o verdadeiro valor da inflação, no curto prazo, devido a uma política não anunciada pela autoridade monetária, então haverá um desvio temporário das variáveis reais em relação aos seus valores de equilíbrio. Nos períodos seguintes, os agentes não mais confiarão na autoridade monetária e consultarão outras fontes para formarem as suas expectativas, de modo que a relação  $\dot{P}_t^e = \dot{P}_t$  volte a se verificar e a economia retorne ao seu equilíbrio.

Sendo assim, a escola novo clássica prevê que a política monetária é capaz de afetar as variáveis reais da economia no caso de surpresa inflacionária. Todavia, a não neutralidade da moeda só seria válida no curto prazo, uma vez que, no longo prazo, os agentes tornariam a formar expectativas corretas e os níveis de emprego, produto e renda se alojariam novamente em seus valores “naturais”. Se, por outro lado, a autoridade monetária anunciar uma política crível, os agentes racionais prontamente incorporarão a nova informação em suas projeções e

---

<sup>6</sup> Considere, por exemplo, que os salários nominais são dados em um determinado momento do tempo. Se a inflação observada for maior (menor) do que a esperada, então os salários reais serão menores (maiores) do que o previsto, estimulando as firmas a produzirem mais (menos) e, conseqüentemente, elevando (reduzindo) o produto da economia em relação ao seu potencial.

alterarão as suas posições em direção às novas posições ótimas, sem que isso signifique mudanças nas variáveis reais da economia. A partir dessa visão de mundo, a escola novo clássica extrai um conjunto de implicações para a condução da política econômica. Surge, por exemplo, como possibilidade teórica a realização de uma política de desinflação com uma *sacrifice ratio* nula ou quase-nula<sup>7</sup>.

Além disso, uma tese muito propagada pelos economistas novos clássicos é a da ineficácia da política econômica. Dado que os agentes conhecem o funcionamento geral da economia, uma simples sinalização por parte da autoridade monetária é suficiente para que estes reajustem as suas posições em conformidade com as novas condições ótimas. Como destacam Snowdon e Vane (2005, p. 244): “*if the money supply is determined by the authorities according to some ‘known’ rule, then the authorities will be unable to influence output and employment even in the short run by pursuing a systematic monetary policy as it can be anticipated by agents*”.

Com efeito, o debate acerca da condução da política econômica por meio de regras ou discricionariamente permeia a literatura especializada, sendo os economistas novos clássicos claramente favoráveis à primeira abordagem em detrimento da segunda. As críticas dirigidas à discricionariedade ganharam contornos mais “científicos” com a contribuição de Kydland e Prescott (1977), que elaboraram um jogo dinâmico entre os formuladores de política econômica e os agentes racionais e bem informados do setor privado. Nessas condições, o ativismo da política econômica seria marcado por um viés inflacionário.

Admita que, em um dado período, o governo implementa uma política entendida como ótima, a qual é comunicada para todos os agentes da economia. Os agentes incluem a nova informação em suas estimativas e reajustam as suas posições. Somente as variáveis nominais se alteram. No período seguinte, suponha, o governo identifica que a política anteriormente realizada não se revela mais ótima. Assim, os *policymakers* podem se deparar com incentivos para a adoção de novas medidas capazes de estimular o emprego e a renda no curto prazo, ainda que isso resulte em um aumento futuro da inflação. A diferença entre a política ótima *ex ante* e *ex post* é definida como inconsistência temporal (Snowdon e Vane, 2005, p. 251). Os autores arrematam dizendo que políticas temporalmente inconsistentes enfraquecem a credibilidade das autoridades políticas. No tocante à credibilidade das instituições, os economistas novos clássicos defendem a independência instrumental e política do banco central na determinação

---

<sup>7</sup> A taxa de sacrifício está relacionada aos custos de políticas econômicas desinflacionárias. Tal conceito mede as perdas (irrecuperáveis) em termos de emprego e produção necessárias para reduzir a inflação.

de seus objetivos, especialmente em relação à estabilidade de preços, bem como dos meios a serem empregados para atingi-los.

Outrossim, a escola novo clássica postula que reformas microeconômicas ou do lado da oferta, destinadas a incentivar maior dedicação por parte dos trabalhadores e aumentar a produção das empresas, constituem a única abordagem capaz de impactar de maneira duradoura as variáveis reais, superando os efeitos meramente transitórios de políticas do lado da demanda. Nesse sentido, os economistas novos clássicos advogam a favor de medidas que incidam sobre a flexibilidade do mercado de trabalho, tais como a redução dos benefícios de desemprego, o desestímulo a políticas habitacionais que restrinjam a mobilidade dos trabalhadores, a flexibilização da legislação sobre o salário mínimo, o relaxamento das normas de proteção ao emprego (com a conseqüente redução dos custos associados à rotatividade da mão de obra), a desoneração da folha de pagamento e a redução do poder dos *insiders* (Snowdon e Vane, 2005, p. 263).

Por fim, a assim chamada Crítica de Lucas provocou uma transformação significativa na construção dos modelos macroeconômicos, porquanto contestou a validade dos modelos do keynesianismo da síntese neoclássica. Estes, tão comumente utilizados nas décadas de 1950 e 1960, para a projeção de cenários e avaliação de políticas econômicas por meio de simulações, presumiam que os parâmetros permaneciam constantes mesmo após mudanças na política econômica ou na ocorrência de choques exógenos. Contudo, essa suposição não parecia realista na década de 1970, pontilhada por instabilidades como o fim dos Acordos de Bretton Woods, os choques do petróleo, a estagflação, a revolução das TICs e a internacionalização do capital. Assim, a Crítica de Lucas, ao propor que os parâmetros dos modelos fossem entendidos como variáveis endógenas, ajustáveis às condições econômicas, alterou substancialmente a literatura macroeconômica, tornando a microfundamentação dos modelos praticamente obrigatória.

Alguns dos elementos da macroeconomia novo clássica foram incorporados pela escola novo keynesiana, tais como a abordagem de equilíbrio geral, a hipótese das expectativas racionais e a ênfase na política monetária em detrimento da política fiscal. Em contrapartida, a hipótese de *market-clearing* contínuo e instantâneo foi alvo de duras críticas. Examinaremos mais detalhadamente as contribuições da escola novo keynesiana na próxima seção.

### 1.3. MACROECONOMIA NOVO KEYNESIANA

A contribuição da macroeconomia novo keynesiana, nas palavras de Mankiw (2006, p. 37), “*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”.*

As principais críticas de teor novo clássico endereçadas à teoria keynesiana repousam sobre dois pontos principais: i) microfundamentações incompatíveis com a hipótese de *market-clearing* contínuo e instantâneo; e ii) formação de expectativas inconsistentes com o comportamento maximizador dos agentes (Snowdon e Vane, 2005, p. 358).

Em resposta a esses apontamentos, a escola novo keynesiana incorporou em seus modelos a hipótese das expectativas racionais, embora insistisse em realçar as imperfeições de mercado que impediam a economia de convergir para o seu estado de equilíbrio.

Outra diferença crucial entre essas escolas remete ao comportamento das firmas quanto à fixação de preços: a escola novo clássica considera um regime de concorrência perfeita no qual as empresas são tomadoras de preço (*price takers*), ao passo que a escola novo keynesiana considera um regime de concorrência monopolística no qual as firmas são formadoras de preço (*price makers*).

Ademais, os trabalhos dos economistas novos keynesianos dedicam muito mais atenção ao lado da oferta da economia em comparação aos modelos do keynesianismo da síntese neoclássica. Portanto, a análise novo keynesiana procura provar que posições de equilíbrio aquém do produto potencial e da taxa de desemprego natural podem ser obtidas em modelos com agentes racionais e otimizadores com a simples inclusão de rigidezes de preços e salários.

A seguir, analisaremos pormenorizadamente as principais teorias que abordam as rigidezes real e nominal.

### 1.3.1. RIGIDEZES NOMINAIS

Rigidezes nominais ocorrem quando o nível de preços nominal é impedido de se ajustar de maneira imediata e perfeita às flutuações da demanda nominal. A explicação da lentidão no ajuste de preços e salários após um choque constitui a pedra angular do programa de pesquisa novo keynesiano. Conforme esta perspectiva teórica, imperfeições de mercado possibilitariam a ocorrência de desemprego involuntário e a manifestação de um nível de produção aquém do potencial. Essa visão teórica não está isenta de críticas. Sicsú (1999, p. 330) destaca que: “*i) o desemprego involuntário e flutuações do produto existem independentemente do grau de rigidez das variáveis preços e salários e ii) flexibilidade plena dessas variáveis não implica necessariamente equilíbrio de pleno emprego”.*

Vestindo uma roupagem novo keynesiana nesta altura do texto, limitar-nos-emos a afirmar que a rigidez nominal importa para a compreensão dos desequilíbrios de curto prazo da economia ao impedir que os mercados se ajustem instantaneamente. Na sequência, vamos apresentar as principais explicações vinculadas a esta literatura.

A primeira delas aborda a rigidez dos salários nominais e se apoia, principalmente, nos escritos de Fischer (1977) e Taylor (1980) sobre os contratos de salários de longo prazo. Nesses modelos, considera-se que o período de duração dos contratos salariais é superior ao tempo que leva para a autoridade monetária reagir a mudanças na conjuntura econômica. Tal suposição, “empiricamente razoável” nas palavras de Fischer, habilitaria a autoridade monetária a influenciar as variáveis reais no curto prazo, mesmo diante da presença de agentes racionais. No entanto, prevê-se que os efeitos da política monetária sobre a economia real se dissipem no longo prazo. Snowdon e Vane (2005, p. 369) esclarecem esse ponto:

*In effect, if the monetary authorities can react to nominal demand shocks more quickly than the private sector can renegotiate nominal wages, there is scope for discretionary intervention. The fixed nominal wage gives the monetary authorities a handle on the real wage rate and hence employment and output.*

Dois questões são pertinentes: por que trabalhadores e firmas optariam por celebrar contratos de longa duração, e qual seria a razão para os salários nominais não serem indexados ao nível geral de preços? De acordo com Snowdon e Vane (2005, p. 370), é possível enumerar três razões que justificariam a celebração de contratos de trabalho de longa duração: i) diminuição dos custos de transação relacionados à triagem, processo seletivo e contratação; ii) mitigação dos custos relacionados a greves desencadeadas pelas renegociações salariais; iii) redução dos custos relacionados à rotatividade da mão de obra. A ausência de indexação dos salários nominais à inflação pode ser compreendida ao se considerar que nem todos os choques são choques de demanda nominal. No caso de um choque de oferta (como foram os Choques do Petróleo ocorridos na década de 1970), os custos das empresas se elevam sobremaneira e são repassados, parcial ou integralmente, via *markup*, aos preços. Caso os contratos estivessem indexados à inflação, então haveria um aumento dos salários nominais, exercendo pressão adicional sobre os custos operacionais das firmas. Se levado às últimas consequências (o que a escola novo keynesiana não faz), esse processo exacerbaria o conflito distributivo, implicando em uma espiral inflacionária de preços e salários. Não demorou muito para que a teoria da rigidez dos salários nominais fosse contestada na literatura econômica. Veremos, na sequência, as críticas realizadas à esta abordagem e os avanços feitos na direção de uma teoria da rigidez dos preços nominais.

As críticas ao conceito de rigidez dos salários nominais destacam a falta de fundamentos microeconômicos sólidos e o comportamento contracíclico do salário real em momentos de recessão econômica, decorrente da hipótese de preços flexíveis em um contexto de salários fixos. Sobre esse tópico, Mankiw (1991, p. 129) sublinha que as recessões seriam “*bastante populares*”, uma vez que os trabalhadores que não perdessem os seus empregos desfrutariam de um maior nível de salário real – algo nem um pouco aderente à realidade concreta. De modo a propiciar uma explicação mais abrangente e factível, os economistas novos keynesianos jogaram luz sobre a rigidez de preços nominais no mercado de bens e serviços, especialmente com a inclusão de um regime de concorrência monopolística em seus modelos. Ainda de acordo com Mankiw, esses modelos novos keynesianos assumem que as empresas atuam como formadoras de preços, fixando-os com base nos seus custos unitários de médio prazo. No mais, entende-se que os preços nominais são tão rígidos quanto os salários nominais. Um dos principais argumentos referentes à lentidão no processo de ajuste de preços das firmas compreende a existência dos chamados custos de menu. Conforme Gordon (1990, p. 1145):

*Included among the nominal costs of price adjustment are not just the literal application of the label to changing prices on menus, lists, catalogs, and other printed material, but more generally the entire range of costs that managers must incur whenever nominal prices are changed, meetings, phone calls, and trips to renegotiate with suppliers all fall under the rubric of menu costs.*

A curva de demanda de uma empresa depende dos seus preços relativos e do (des)aquecimento da atividade econômica. Supõe-se que as firmas são maximizadoras de lucro. A título de exemplo, considere que um choque de demanda deprima a atividade econômica. Tal choque implicaria em uma redução da demanda da firma a nível individual e, conseqüentemente, dos seus lucros. Ao se deparar com esse novo cenário, a firma se veria tentada a ajustar a quantidade produzida ou o preço de seus produtos a fim de otimizar os seus ganhos. No entanto, o lucro adicional que a empresa poderia obter ao estabelecer o preço no novo nível de *market-clearing* talvez não fosse suficiente para cobrir os custos de menu. Deriva desse simples exemplo que fricções poderiam surgir mesmo na presença de comportamento racional das firmas e que, no geral, as empresas preferem ajustar a quantidade produzida em vez do preço de seus produtos. Duas críticas contundentes são feitas a essa literatura: i) as posições de equilíbrio nos modelos de custos de menu podem ser atingidas apenas por meio de valores irrealistas para os parâmetros (Ball et al., 1988) e ii) apesar da relevância dos custos de ajustamento de preços a nível microeconômico, os seus efeitos macroeconômicos são inexpressivos (Caplin e Spulber, 1987).

O próximo tópico trata das rigidezes reais e dos seus impactos nas flutuações econômicas.

### 1.3.2. RIGIDEZES REAIS

Com o intento de explicar a razão pela qual altas taxas de desemprego podem ser observadas de maneira duradoura, a escola novo keynesiana desenvolveu um conjunto de teorias sobre a rigidez dos salários reais. São muitas teorias dispersas e não há um modelo coeso que reúna todas elas. Por isso, para explicar como salários reais rígidos se associam a taxas elevadas e persistentes de desemprego, optou-se por expor cuidadosamente apenas três dessas teorias: i) *implicit contract theories*; ii) *efficiency wage theories* e; iii) *insider-outsider theories*.

As contribuições pioneiras de Baily (1974), Gordon (1974) e Azariadis (1975) lançaram as bases para a teoria dos contratos implícitos, que considera empresas neutras ao risco e trabalhadores avessos ao risco. Portanto, nesses modelos, os trabalhadores desejam estabilidade. Nesse cenário, salários reais constantes ao longo do tempo representam não apenas a remuneração pelos serviços prestados, mas uma espécie de seguro contra momentos de baixa atividade econômica e alta incerteza que a renda variável não oferece. Snowdon e Vane (2005, p. 384) sintetizam essa ideia: “*because firms provide stable wages over time, workers, for their part, accept a real wage which is lower on average than the highly varying rates that would be dictated by market forces*”. Ainda de acordo com os autores, a principal deficiência dessa teoria reside na previsão de redução da jornada de trabalho, em vez de demissões, em resposta a choques que abalam a economia. Além disso, a teoria não explica a razão pela qual as firmas não optam por pagar salários mais baixos aos novos contratados.

Segundo Greenwald e Stiglitz (1987, p. 123-124), os modelos de salário-eficiência são caracterizados por três características-chave: “[...] *that there is imperfect information about the characteristics of workers; that the actions of individual workers cannot be adequately monitored; and that it is not possible to write contracts that ensure that the worker bears all the consequences of his actions*”. Além do mais, tais modelos baseiam-se na hipótese de que a produtividade dos trabalhadores depende diretamente do nível do salário real. Logo, o pagamento de salários reais superiores aos salários de equilíbrio neoclássico evidencia uma assimetria de informações entre empresas e trabalhadores, em que as primeiras desconhecem a produtividade dos segundos antes da contratação. Ademais, outras razões justificam o pagamento de salários acima dos de mercado: i) possibilita atrair os melhores profissionais; ii) reduz os custos de rotatividade da mão de obra; iii) reduz a negligência deliberada

(popularmente conhecida como “fazer corpo mole”); iv) aumenta a moral e a lealdade dos trabalhadores (Gordon, 1990, p. 1157).

Por fim, os modelos *insider-outsider* buscam responder à pergunta: por que os desempregados não se oferecem para trabalhar a um salário menor do que aquele pago aos trabalhadores atualmente empregados? Antes de prosseguirmos, é pertinente fazer uma distinção entre esses dois termos. Os *insiders* são os trabalhadores atualmente empregados, protegidos por um conjunto de custos de rotatividade, que torna economicamente desvantajoso para as empresas demiti-los. Por outro lado, os *outsiders* são aqueles trabalhadores desempregados ou na informalidade, que não dispõem de nenhum tipo de proteção (Gordon, 1990, p. 1156). Se considerarmos a capacidade dos trabalhadores de se organizarem politicamente por meio de sindicatos para defenderem os seus direitos, coloca-se a possibilidade de greve caso os *insiders* percebam que seu poder de barganha foi prejudicado. Também há a possibilidade dos *insiders* decidirem não cooperar com os *outsiders* contratados a salários mais baixos. Como apontam Snowdon e Vane (2005, p. 395): “*if insiders feel that their position is threatened by outsiders, they can refuse to cooperate with and train new workers, as well as make life at work thoroughly unpleasant*”. Por todas as razões mencionadas, as firmas são desincentivadas a contratarem trabalhadores externos por salários mais baixos do que aqueles pagos aos funcionários internos; os ganhos associados a remunerações inferiores talvez não justifiquem os custos envolvidos. Tal argumento ajuda a esclarecer por que os salários reais se mantêm rígidos mesmo diante de uma grande massa de desempregados.

A discussão sobre a rigidez real de preços inclui várias explicações que procuram entender por que as firmas mantêm seus preços relativamente estáveis em relação aos concorrentes. A literatura especializada procura endereçar esse fenômeno de várias maneiras. Passaremos brevemente por cada uma delas. Antes de prosseguir, é relevante mencionar Gordon (1990, p. 1149), que destaca que “*in the product market, a model of real rigidity explains why a firm would choose to hold its relative price or price cost margin constant*”.

A primeira fonte de rigidez real de preços requer a compreensão do porquê dos clientes não responderem instantaneamente a alterações nos preços reais. Torna-se imprescindível para isso diferenciar os conceitos de mercados de leilão e mercados de consumidores. Os primeiros são mercados perfeitamente competitivos; os segundos são caracterizados por custos de procura não desprezíveis e por informações imperfeitas. Esses fatores, na prática, dificultam que os consumidores tenham pleno conhecimento sobre todos os preços do mercado. Desse modo, os clientes têm incentivos para continuar comprando das empresas com as quais estão familiarizados. As empresas, visando manter a fidelidade de seus clientes, têm incentivos para

não mudar o preço real (ou seja, o preço cobrado em relação às outras empresas), pois isso encorajaria os consumidores a procurar outras empresas com condições mais vantajosas no mercado (Gordon, 1990, p. 1149).

A segunda fonte de rigidez real de preços reside na matriz insumo-produto e na vasta rede de fornecedores e clientes com a qual se associam as firmas individuais em um contexto de internacionalização produtiva e financeira. Dado que as empresas se relacionam com milhares de outras empresas em uma teia de relações comerciais complexa, que se estende nacional e internacionalmente, torna-se inviável qualquer tentativa de coordenação de preços em face a um choque de demanda. Em um contexto de demanda mais fraca, é comum que uma empresa considere reduzir seus preços a fim de otimizar seus lucros. Entretanto, não há garantia nenhuma de que seus fornecedores diminuirão os preços dos insumos, especialmente quando estes estão frequentemente localizados em outros países sob condições econômicas totalmente diversas<sup>8</sup>. Assim, não seria vantajoso para a empresa reduzir seus preços, pois, caso os fornecedores não alterem os preços dos insumos, tal diminuição acarretaria em uma queda na margem de lucro. Devido a essa falha de coordenação, as firmas têm incentivos para manter seus preços inalterados (Gordon, 1990, p. 1150).

Outro ponto geralmente levantado pelos novos keynesianos abrange as imperfeições dos mercados de capitais e os modelos de racionamento de crédito. Greenwald e Stiglitz (1987, p. 125) apresentam o problema de forma simples: “*capital market imperfections derive from imperfect informations*” entre credores e devedores. Ainda em conformidade com os autores, sempre que as firmas desejam investir ou expandir sua produção, são confrontadas com a decisão crucial de determinar a composição de sua estrutura de financiamento, a qual envolve alguma combinação entre recursos internos e externos. A demanda por recursos de terceiros se torna frequentemente imperativa, especialmente por causa da indivisibilidade do montante necessário para cada projeto de investimento. Nesse contexto, coloca-se um problema de assimetria de informações, uma vez que os bancos sabem muito menos sobre os riscos e retornos associados ao projeto de investimento do que as empresas que pretendem empreendê-lo. Portanto, o custo do capital de terceiros é maior do que o custo do capital próprio. Isso não se trata de um problema nos períodos de expansão econômica, dado que a maior geração de fundos internos à firma possibilita a realização de investimentos com uma menor necessidade de recorrer ao sistema bancário. Por outro lado, nos momentos de desaceleração do ciclo econômico, as empresas passam a depender mais de recursos externos. Alguém poderia

---

<sup>8</sup> Para evitar complicações, estamos assumindo que as taxas de câmbio se mantiveram inalteradas.

razoavelmente supor que um aumento na demanda por empréstimos resultaria em taxas de juros mais elevadas. Contudo, em tais circunstâncias, a incerteza se intensifica e a preferência pela liquidez dos bancos aumenta, levando a um possível racionamento de crédito, o que pode deprimir ainda mais a atividade econômica.

O desenvolvimento de modelos de racionamento de crédito visou responder à seguinte indagação: por que os bancos, ao invés de atender a essa demanda aumentando as taxas de juros, optam por reduzir a oferta de crédito enquanto mantêm as taxas inalteradas? Blanchard e Fischer (1989, p. 479-480) apontam as duas razões principais que explicam a opção dos bancos pelo racionamento de crédito em vez de aumentar as taxas de juros para equilibrar os mercados: risco moral e seleção adversa<sup>9</sup>. Em ambos os casos, entende-se que os emprestadores e os tomadores celebram um contrato de dívida que contempla a possibilidade de falência. O primeiro conceito considera que um aumento das taxas de juros estimula o tomador a assumir posições mais arriscadas. A posição mais alavancada eleva o risco de falência da firma (e, simetricamente, eleva-se o risco do banco perder o seu principal). Nesse caso, o retorno esperado do emprestador pode ser inferior, apesar das taxas de juros maiores. O segundo conceito destaca que os tomadores mais avessos ao risco não contratam empréstimos quando as taxas de juros aumentam. Apenas os tomadores mais inclinados ao risco demandariam crédito para projetos de investimento altamente arriscados e mais propensos à falência. Haveria uma mudança “qualitativa” nas carteiras dos bancos em direção a carteiras mais arriscadas e o risco de *default* cresceria significativamente. Em suma, os emprestadores tendem a racionar a oferta de crédito, enquanto mantêm a taxa de juros relativamente constante, o que implicaria em custos financeiros estáveis para as empresas e, por conseguinte, em preços rígidos.

A quarta fonte de rigidez real de preços diz respeito ao julgamento da qualidade dos produtos pelos seus preços. Dado que as informações são incompletas, os consumidores desconhecem todas as características dos produtos que querem adquirir. Dessa maneira, utilizam os preços como um indicador da qualidade dos produtos. Se essa relação for verdadeira, então as firmas não têm incentivo nenhum em reduzir seus preços, mesmo diante de um choque de demanda, já que tal queda poderia ser interpretada como uma deterioração na qualidade de seus produtos. Em um estudo conduzido por Blinder (1994), duzentas empresas foram selecionadas aleatoriamente para serem entrevistadas sobre seus padrões de comportamento em relação aos preços. Apenas 10% consideraram a avaliação da qualidade

---

<sup>9</sup> Greenwald e Stiglitz (1987, p. 126) destacam os mesmos motivos: “[...] *increasing interest rates may lower the expected return to the supplier of capital, either because of selection effects (the mix of applicants changes adversely) or because of incentive effects (borrowers are induced to undertake riskier actions)*”.

com base nos preços como uma explicação válida da rigidez de preços. As teorias que melhor explicam a rigidez de preços para as firmas entrevistadas, segundo a pesquisa, foram: falha de coordenação, precificação com base nos custos com defasagens, competição por elementos outros que não preços, contratos implícitos, contratos nominais e custos do ajuste do preço (Snowdon e Vane, 2005, p. 428).

Após apresentar os fundamentos teóricos da escola novo keynesiana, é possível analisar mais detalhadamente as suas proposições de política econômica. Empreenderemos tal esforço na próxima seção em que trataremos do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) ou, alternativamente, da Nova Síntese Neoclássica (Goodfriend e King, 1997). Prosseguir a análise dessa forma é justificável na medida em que as recomendações de política econômica do NCM convergem, em grande parte, com aquelas defendidas pelos novos keynesianos.

#### 1.4. NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

Diferentes autores têm realçado os principais elementos do NCM de maneiras distintas na literatura econômica, que se complementam e dão forma a um “*core of macroeconomics*” (Taylor, 1997, p. 233). Por exemplo, De Paula e Saraiva (2016, p. 3) apontam que “*the origin of the NCM research program is rooted in the combination of theoretical, empirical and methodological elements set forth by the monetarist, new-classical, real business cycle and new Keynesian approaches*”. Além disso, os autores mencionam que as pressuposições constitutivas dessa perspectiva teórica incluem a hipótese das expectativas racionais, os modelos de *dynamic stochastic general equilibrium* (DSGE), a hipótese da taxa natural de desemprego e o conceito de dicotomia clássica.

Algumas hipóteses auxiliares comumente aparecem (explícita ou implicitamente) nas publicações partidárias dessa visão de mundo: i) inflação como um fenômeno principalmente monetário e de demanda; ii) fundamentos microeconômicos: concorrência monopolística, rigidezes de preços e salários; iii) existência de *trade-off* entre inflação e desemprego no curto prazo: torna a política monetária um instrumento poderoso no controle das flutuações econômicas, reduzindo o hiato do produto (diferença entre o produto atual e o produto potencial) e estabilizando o nível de preços por meio da definição da taxa de juros de curto prazo, de acordo com algum tipo de Regra de Taylor; iv) a inconsistência temporal da política discricionária requer o uso de regras na condução da política monetária; v) equivalência ricardiana: quando o governo aumenta seus gastos por meio do endividamento público, os agentes racionais antecipam aumentos de impostos no futuro para pagar essa dívida e, por isso,

reduzem o consumo presente (*i.e.*, aumentam a poupança), atenuando assim os efeitos dos maiores gastos públicos na atividade econômica.

Como resultado dessas ideias, De Paula e Saraiva (2016, p. 8-14) destacam que as recomendações de política econômica do *mainstream* têm sido marcadas pela dominância da política monetária nos últimos anos, simbolizada pelo Regime de Metas de Inflação com um banco central independente, e pelo rebaixamento da política fiscal a um papel secundário, especialmente orientada por medidas de ajuste fiscal comprometidas com um orçamento público equilibrado e uma trajetória sustentável da dívida pública.

Em texto de 2009, Blanchard endossa a visão apresentada pelos economistas anteriormente citados a respeito das características basilares que compõem o “novo paradigma” (Snowdon e Vane, 2005, p. 411) da profissão. De acordo com Blanchard (2009, p. 4), são três os princípios que guiam o programa de pesquisa do NCM: “*explicit micro foundations, defined as utility and profit maximization; general equilibrium; and the exploration of how far one could go with no or few imperfections*”. O autor também aponta que, ao longo das últimas duas décadas, houve uma ampla convergência sobre visão e metodologia dentro do pensamento econômico.

Quanto à visão compartilhada pelo *mainstream*, pode-se destacar o amplo reconhecimento do papel das decisões de gasto na determinação do produto da economia. Na verdade, economistas vinculados à abordagem convencional argumentam que os impactos de variações da demanda agregada sobre a atividade econômica são ampliados pela existência de rigidezes nominais: “[...] *with nominal rigidities, movements in aggregate demand are not automatically offset by movements in the interest rate, and thus can translate into movements in output*” (Blanchard, 2009, p. 6). Ademais, os economistas ortodoxos possuem uma visão comum sobre a relevância dos choques tecnológicos na determinação da tendência de longo prazo da economia, apesar de estar claro que a emergência de ondas tecnológicas capazes de alterar substancialmente a produtividade dos fatores de produção não ocorra todos os dias. Ainda assim, os avanços tecnológicos (incrementais, não revolucionários) cumprem papel importante nas flutuações de longo prazo da economia.

No tocante à metodologia, destaca-se a aceitação generalizada entre os economistas do NCM de que os resultados macroeconômicos derivam do comportamento maximizador dos agentes a nível microeconômico. A estrutura comum sobre a qual se constroem os modelos é a do equilíbrio geral walrasiano, amparada pela hipótese de flexibilidade de preços, que inexoravelmente leva ao ajustamento dos mercados. Já o comportamento das variáveis ao longo do tempo é determinado por choques exógenos, que afetam o progresso técnico e as

preferências dos agentes, por exemplo. De Paula e Saraiva (2016, p. 5) mostram que a análise empírica “*has become an important tool for the validation of structural models and quantitative analysis of modern economic policy. In this context, the econometric methods and stochastic simulations of structural models are an important part of the macroeconomic tools*”. Todos esses desenvolvimentos levaram aos modelos de *dynamic stochastic general equilibrium*, considerados o resultado mais notável dessa nova abordagem (Blanchard, 2009, p. 23).

Na sequência, procura-se avançar a discussão em torno das políticas econômicas recomendadas pelo NCM, destacadamente antes da Grande Crise Financeira de 2007-2008.

### 1.5. PROPOSIÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DO NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

Em matéria de política econômica, pelo menos até antes da Grande Crise Financeira (GCF), o NCM defendia a centralidade da política monetária em detrimento das políticas fiscal e financeira. Vale a pena examinar detalhadamente as proposições desse novo paradigma.

Como apontam Snowdon e Vane (2005, p. 411), uma noção elementar do NCM é que a manutenção da inflação em um patamar baixo e estável é condição *sine qua non* para o crescimento econômico, a estabilidade e a eficiência dos mercados. A presença de uma inflação alta e volátil promoveria distorções nas decisões dos agentes, resultando em uma alocação subótima dos recursos e, conseqüentemente, deixando a economia mais distante da taxa natural de desemprego e do produto potencial. Portanto, manter a inflação baixa e estável se tornou a missão primordial dos bancos centrais ao redor do mundo, entendida como o meio mais adequado para conduzir a economia ao seu produto potencial e a um nível de emprego compatível com sua taxa natural. Blanchard (2009, p. 10-11) escreve que “[...] *strict inflation targeting is good, both for inflation, and for output (a result Jordi Gali and I have baptized the ‘divine coincidence’)*”.

Para alcançar o objetivo de garantir estabilidade de preços, o arranjo de política monetária encontrado foi o Regime de Metas de Inflação, no qual a taxa de juros de curto prazo funciona como uma âncora nominal. A definição de um valor-alvo para a inflação não apenas promove a convergência das expectativas dos agentes, mas também amplia a transparência na condução da política monetária, melhorando a credibilidade do banco central, principalmente se essa instituição operar de maneira independente (Snowdon e Vane, 2005, p. 413). Essa combinação de regras, transparência e credibilidade possibilita superar o problema da inconsistência dinâmica salientado por Kydland e Prescott (1977). A regra para a política

monetária não deve ser completamente rígida, posto que deve ser capaz de reagir frente às incertezas que permeiam a economia (no sentido de que não há bases que suportam a criação de uma função de distribuição de probabilidade para prevê-las). Nesse sentido, deve existir algum elemento de flexibilidade na meta ou de “discrição constrangida” (Snowdon e Vane, 2005, p. 415), que normalmente assume a forma de bandas de flutuação ao redor da meta.

Outra questão que se coloca é sobre o valor numérico da meta de inflação. Diversos autores propõem que esse índice esteja na faixa de 1% a 3% ao ano; outros defendem que manter esse nível tão reduzido pode expor a economia a maiores riscos de deflação (Blanchard et al., 2010, p. 11). Geralmente, metas de inflação nessa faixa estão associadas a taxas de juros nominal baixas. Considerando que as taxas de juros nominal têm um limite inferior (*zero lower bound*), defini-las em um patamar reduzido pode limitar a capacidade da autoridade monetária de estimular a economia em momentos de crise por meio de uma política monetária expansionista. Além disso, em caso de deflação, isso pode elevar significativamente a taxa de juros real, deprimindo ainda mais a atividade econômica.

A estrutura teórica por trás dos modelos usados pela maioria dos bancos centrais é simples e pode ser reduzida a três equações: uma equação de demanda agregada, uma Curva de Phillips aceleracionista e uma regra de política monetária. Existem inúmeras especificações possíveis para esses modelos, sendo apresentada aqui uma versão básica baseada em Arestis e Sawyer (2003a, p. 4-5):

$$Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(\dot{P}_{t+1})] + s_1 \quad (1.5)$$

$$\dot{P}_t = b_1 Y_t^g + b_2 \dot{P}_{t-1} + b_3 E_t(\dot{P}_{t+1}) + s_2 \quad (1.6)$$

$$R_t = (1 - c_3)[RR^* + E_t(\dot{P}_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (\dot{P}_{t-1} - \dot{P}^T)] + c_3 R_{t-1} \quad (1.7)$$

com  $b_2 + b_3 = 1$ , em que  $Y^g$  é o hiato do produto,  $R$  é a taxa de juros nominal,  $\dot{P}$  é a taxa de inflação,  $\dot{P}^T$  é a meta de inflação,  $RR^*$  é a taxa de juros real de “equilíbrio”, consistente com um hiato do produto igual a zero e, conseqüentemente, com uma taxa de inflação constante,  $s_1$  e  $s_2$  representam choques estocásticos e  $E_t$  corresponde às expectativas dos agentes no período  $t$ .

A Equação (1.5) denota uma relação de demanda agregada, com o hiato do produto sendo determinado pelos valores passado e futuro (esperado) do hiato do produto e pela taxa de juros real. Portanto, tal relação contém elementos tanto *backward-looking* como *forward-*

*looking*. Interessante notar que a Equação (1.5) guarda certa similaridade com a curva IS, mas as decisões de gasto são feitas dentro de uma lógica de otimização intertemporal. O modelo é compatível com rigidezes de preços, o que se pode verificar pelo termo  $\dot{P}_{t-1}$  na Equação (1.6).

Vale destacar que as expectativas inflacionárias,  $E_t(\dot{P}_{t+1})$ , cumprem importante papel na determinação da taxa de inflação corrente. Este termo pode ser entendido como uma *proxy* da credibilidade do banco central. Quanto maior a credibilidade dessa instituição, mais rápido os agentes reverão as suas expectativas para baixo, tornando possível a realização de uma política de desinflação com menores taxas de sacrifício. Por fim, a Equação (1.7) indica a regra de política monetária, sendo a taxa de juros nominal a variável endógena do modelo. Cabe ressaltar que quanto maior for a inflação esperada,  $E_t(\dot{P}_{t+1})$ , e o desvio da inflação passada em relação à meta,  $(\dot{P}_{t-1} - \dot{P}^T)$ , maior será as taxas de juros nominal e real para conter a inflação e trazê-la de volta para a meta. Além disso, um aquecimento da demanda, representado por um maior hiato do produto,  $Y_{t-1}^g$ , também justificaria o aumento da taxa de juros nominal<sup>10</sup>. As equações (1.5) e (1.7), principalmente, desempenham papel central na condução da política monetária pelos bancos centrais de muitos países hoje em dia. Em suma, Arestis e Sawyer (2003b, p. 5) concluem que:

*This approach can be viewed as “new consensus” through its emphasis on a number of factors. The supply-side determined equilibrium level of unemployment (the “natural rate” or the non-accelerating inflation rate of unemployment, the NAIRU), its neglect of aggregate or effective demand and fiscal policy, as well as the elevation of monetary policy at the expense of fiscal policy, are the major factors.*

Por fim, a regulação e supervisão dos mercados financeiros não eram entendidas como uma matéria de política macroeconômica. Pelo contrário, a teoria ortodoxa olhava para a dinâmica financeira – de um capitalismo cada vez mais financeirizado – a partir de uma ótica microeconômica, concentrada no comportamento das instituições do mercado financeiro, sem considerar as suas implicações macroeconômicas (Blanchard et al., 2010, p. 6). A crença na hipótese do mercado eficiente justificava a desregulamentação financeira, dispensando qualquer tipo de fiscalização mais ativa sob o pretexto de que isso atrapalharia os mercados de crédito.

A primeira parte do presente capítulo dedicou-se ao estudo da evolução do pensamento econômico, destacando a formação do Novo Consenso Macroeconômico, seus principais

---

<sup>10</sup> Observe que “fechar” o hiato do produto (ou seja,  $Y_{t-1}^g = 0$ ) é uma outra maneira de chegar à meta. Ver, a esse respeito, Seccareccia e Romero (2023).

construtos teóricos e suas proposições de política econômica. A seguir, veremos o outro lado da história, representado pela escola pós-keynesiana.

## 1.6. MACROECONOMIA PÓS-KEYNESIANA

A teoria pós-keynesiana é formada por diversas ramificações que extrapolam as contribuições originais do economista que lhe empresta o nome, mas que partilham essencialmente de sua visão crítica do *mainstream* das ciências econômicas. Por exemplo, Lavoie (2022, p. 40-46) apresenta uma classificação abrangente, contemplando cinco abordagens intrínsecas ao pós-keynesianismo: fundamentalista, kaleckiana, sraffiana, institucionalista e kaldoriana. Todas essas abordagens, no entanto, baseiam-se nos mesmos cinco pressupostos que dão forma ao programa de pesquisa do pós-keynesianismo: princípio da demanda efetiva, economia monetária (teoria monetária da produção), incerteza fundamental, historicidade e irreversibilidade do tempo e importância da distribuição de renda (Lavoie, 2022, p. 36).

O princípio da demanda efetiva refuta a Lei de Say no mesmo grau de generalização. O primeiro prevê que as decisões de gasto são responsáveis, em última instância, pelos níveis de emprego e renda da economia (a causalidade é do lado da demanda para o lado da oferta). A segunda pode ser resumida em poucas palavras: “*a oferta gera sua própria demanda*” (Macedo e Silva, 1995, p. 23). Na visão de Say, a essência primordial da produção residia na permuta direta de mercadorias, sendo o dinheiro meramente um facilitador nesse processo. Macedo e Silva (1995, p. 23) apresenta corretamente que:

*Para Say, a decisão de produzir de cada produtor é determinada por seu desejo aquisitivo. O objetivo da produção é, apenas, o de facultar-lhe o acesso ao poder de adquirir outras mercadorias: produz-se para poder comprar. O véu monetário apenas recobre o que é, em essência, uma economia de trocas diretas.*

Davidson (2005, p. 456) aponta que a Lei de Say seria válida “*only if money is neutral, everything is a good substitute for everything else (gross substitution) and the future can be reliably predicted in terms of probabilities (the ergodic axiom)*”. Desse modo, ao introduzir o conceito de incerteza verdadeira (e não risco probabilístico) e de preferência pela liquidez, Keynes provou que a Lei de Say era incapaz de representar adequadamente o mundo real. No nosso campo de estudo, o resultado médio de uma variável ao longo do tempo não é, em geral, suficiente para predizer o valor que tal variável assumirá no futuro: o que vale é a não-ergodicidade dos eventos econômicos. Ademais, em um mundo no qual a Lei de Say é válida,

a moeda não exerce a sua função de reserva de valor, pois o seu valor é “perecível” (Say, 1814, p. 89 *apud* Miglioli, 1981, p. 8). Em outras palavras, não há nenhum incentivo para os indivíduos reterem dinheiro, pois este, supostamente, perderia o seu valor ao longo do tempo. Logo, toda a renda se transformaria automaticamente em gasto.

Em contrapartida, para Keynes, parte da renda é gasta de acordo com uma dada propensão marginal a consumir, ao passo que outra parte não é gasta (ou, se se preferir, é poupada), uma vez que a moeda preserva o seu valor ao longo do tempo. Portanto, a função de reserva de valor é devidamente respeitada. Davidson (2005, p. 457) elucida esse ponto: na análise de Say “*all income earned in this period is always spent on the current products of industry*”, ao passo que “*in Keynes’s analysis, however, time preference determines how much of current income is spent on currently produced consumption goods and how much is not spent on consumption goods but is instead saved by purchasing liquid assets*”.

Diante disso, surge uma questão de escolha de portfólio: quanto de sua renda não gasta os agentes alocarão em dinheiro e quanto alocarão em outros tipos de ativos financeiros? O conceito de preferência pela liquidez é fundamental para responder a esta pergunta. Em tempos de extrema incerteza, os agentes preferem assumir posições mais líquidas (*i.e.*, “ver a cor do dinheiro”). Em períodos de tranquilidade, os agentes aceitam posições mais ilíquidas em troca de maiores retornos. Tal comportamento se justifica porque “*a moeda é o ativo com o maior prêmio de liquidez dentre todos os ativos*” (Cardim de Carvalho, 1996, p. 43). Destarte, a moeda não é neutra.

A não neutralidade da moeda parece-nos estar clara agora. Contudo, ainda cabe sublinhar o papel fundamental que a moeda cumpre em uma economia de mercado moderna. Como Davidson (2005, p. 460) aponta: “*in an entrepreneur economy the only objective for a firm is to end the production process by liquidating its working capital in order to end up with more money than it started with*”. Aqui se faz necessária uma distinção entre economia empresarial e economia cooperativa. Para tal, desejamos evocar um dos raros momentos em que Keynes (1973, p. 81) mencionou Marx explicitamente:

*The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy bears some relation to a pregnant observation made by Karl Marx, – though the subsequent use to which he put this observation was highly illogical. He pointed out that the nature of production in the actual world is not, as economists seem often to suppose, a case of C-M-C, i.e. of exchanging commodity (or effort) for money in order to obtain another commodity (or effort). That may be the stand point of the private consumer. But it is not the attitude of business, which is a case of M-C-M’, i.e. of starting with money for commodity (or effort) in order to obtain more money.*

Se o caso que melhor representa uma economia empresarial é M-C-M', então seria completamente pertinente indagar sobre a origem do dinheiro (M) que deu início a esse processo. Alguém poderia plausivelmente supor que o dinheiro (M) foi fruto das economias de um empresário parcimonioso ao longo do tempo. Entretanto, em uma economia empresarial, os gastos com bens de capital não estão restringidos nem pela renda atual, nem pelas dotações herdadas (Davidson, 2005, p. 459). Em outras palavras, a realização de investimentos não depende de poupança prévia. Isso é explicado pela existência de um sistema bancário com a capacidade de criar moeda por meio do crédito. Logo, a oferta de moeda não é exogenamente determinada pela autoridade monetária, mas endogenamente determinada por um sistema bancário *demand-led* (Lavoie, 2022, p. 197-200) – o que torna qualquer representação de uma LM<sup>11</sup> positivamente inclinada, no mínimo, pouco realista<sup>12</sup>.

Ademais, é válida a exposição de uma sucessão lógica de eventos para ilustrar o nosso ponto sobre a não neutralidade da moeda, tanto no curto quanto no longo prazo. Primeiro, o mecanismo de crédito aumenta a quantidade de moeda na economia (o sistema bancário cria moeda ao conceder empréstimos). Segundo, o crédito bancário financia as decisões de gasto privado em bens de capital e em bens de consumo duráveis. Terceiro, maiores investimento e consumo aquecem a demanda agregada, levando a maiores níveis de emprego e renda. Portanto, a moeda afeta as variáveis reais da economia sem a necessidade de que os agentes estejam iludidos monetariamente ou sejam pegos de surpresa por uma política monetária não anunciada pelo banco central.

Outra característica intrínseca ao pós-keynesianismo é a noção de historicidade e irreversibilidade do tempo. Lavoie (2022, p. 38) distingue o tempo histórico do tempo lógico. O tempo histórico é irreversível: o tempo só anda para frente, nunca para trás. Nesse sentido, vale a afirmação de Kalecki (1971, p. 165) de que “*the long-run trend is but a slowly changing component of a chain of short-period situations; it has no independent entity*”. A análise do tempo lógico se torna crucial para compreender como ocorre a transição de uma posição de equilíbrio para outra, bem como dos efeitos que essa transição tem sobre o resultado final. Daí advém a importância atribuída pela escola pós-keynesiana aos conceitos de histerese e

---

<sup>11</sup> A curva LM ilustra o equilíbrio no mercado monetário, quando a demanda por moeda se iguala à oferta de moeda. Tradicionalmente, era representada com uma inclinação positiva em modelos que consideravam a oferta monetária exógena (determinada pelo banco central), enquanto a taxa de juros se ajustava endogenamente. Porém, sabemos que, na realidade, a autoridade monetária fixa a taxa de juros em um dado patamar (geralmente de acordo com uma Regra de Taylor), enquanto a oferta monetária se ajusta endogenamente. Portanto, a curva LM seria horizontal. É importante destacar que versões mais recentes do livro-texto de Blanchard (2020, p. 113) já trazem a possibilidade de uma LM horizontal.

<sup>12</sup> Vale notar, todavia, que existe um intenso debate dentro da vertente pós-keynesiana entre horizontalistas e estruturalistas. Ver, a esse respeito, Lavoie (2022, p. 197-200).

dependência da trajetória: “*in most economic reactions the path the market follows, while it is adapting itself to a change, has a long-persisting effect upon the position that it reaches*” (Robinson, 1956, p. 58).

Finalmente, um outro traço que acompanha a teoria pós-keynesiana desde a sua gênese é a questão distributiva, que tem atraído cada vez mais atenção em razão do aumento da parcela dos lucros na renda (e riqueza) socialmente produzida e da distribuição desigual da parcela dos salários na renda entre trabalhadores qualificados e trabalhadores não qualificados<sup>13</sup>. Entende-se que a distribuição de renda desempenha um papel relevante na determinação da atividade econômica<sup>14</sup>, do emprego e da inflação. Lavoie (2022, p. 39) aponta que “[...] *post-Keynesians have also expressed concerns regarding the role that monetary policy plays in potentially raising income inequality by favouring the rentiers – those who benefit from high interest rates or capital gains on financial assets*”. Tendo isso em vista, o próximo passo em nossa análise é abarcar parte das alternativas de política monetária feitas pela escola pós-keynesiana, sempre tendo em mente que se trata de uma escola muito ampla e heterogênea, o que se reflete, naturalmente, em uma diversidade muito grande de propostas.

## 1.7. PROPOSIÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DO PÓS-KEYNESIANISMO

De início, convém destacar algumas críticas pós-keynesianas ao Regime de Metas de Inflação. Arestis e Sawyer (2003b, p. 9) questionam os limites da política de taxa de juros em influenciar a inflação, pois não ataca diretamente a raiz do problema, qual seja, o conflito distributivo. Os autores criticam que a política monetária, nos moldes do NCM, é incapaz de evitar desajustes nos balanços patrimoniais que, se somados à incrível capacidade de inovação dos mercados financeiros (*e.g.* securitização), implicam na formação de bolhas nos preços dos ativos. A condução da política monetária por meio de comitês também é alvo de crítica, pois, segundo os autores, a inércia dos comitês poderia levar o banco central a manter sua política por mais tempo que o devido. Por fim, argumentam que a adoção de uma âncora nominal (como o Regime de Metas de Inflação) traria maior rigidez à política monetária, dificultando a ação das autoridades para conter efeitos no produto em caso de choques macroeconômicos.

---

<sup>13</sup> Mohun (2016) oferece estimativas para a economia norte-americana que indicam, dentro da parcela dos salários na renda, um crescimento da parcela associada à classe supervisora (*white collars*) em detrimento da parcela associada à classe trabalhadora (*blue collars*).

<sup>14</sup> A discussão sobre regimes de demanda (*wage-led versus profit-led*) é muito intensa na literatura pós-keynesiana. Ver, por exemplo, Blecker (2016), Lavoie (2017) e Stockhammer (2017).

Outra discussão levantada pelos autores no artigo, que vale a pena abordar, é a questão dos objetivos da política monetária. Se, por um lado, há quem diga que a política monetária só deveria se preocupar com a estabilidade de preços, porquanto não seria capaz de impactar o produto no longo prazo (mandato hierárquico), por outro, argumenta-se que tanto o controle da inflação como a estabilização do produto deveriam constituir ambos os objetivos da política monetária (mandato dual). Apesar disso, o que se observa na prática é uma proeminência do objetivo da estabilidade de preços. Isso porque, de acordo com o Novo Consenso Macroeconômico, assumir um forte compromisso em alcançar e manter uma baixa inflação aumentaria a eficiência, o emprego e o crescimento econômico no longo prazo, assim como melhoraria a capacidade do banco central em estabilizar a economia no curto prazo.

Ao fim e ao cabo, Arestis e Sawyer (2003b, p. 14-15) rechaçam a ideia da inflação como sendo um fenômeno estritamente determinado pelo lado da demanda. Segundo os autores, essa abordagem é problemática por três razões: 1) o quão eficaz a política monetária é em influenciar a demanda agregada e, por conseguinte, a inflação; 2) se a inflação é um fenômeno de demanda, como o NCM defende, e não de oferta, então a política monetária é o melhor instrumento para controlar a inflação? (os autores propõem que a política fiscal seria uma alternativa a se considerar); e 3) o Novo Consenso parece desconsiderar a possibilidade de uma inflação prolongada causada por custos maiores e/ou por outros fatores não relacionados ao lado da demanda. Já Kriesler e Lavoie (2007, p. 390-392) dividem as suas críticas em duas áreas distintas:

*First, many Post-Keynesians are critical of the IS curve, which underlies the analysis, and of the related assumption of the efficiency of monetary policy in the short run and monetary neutrality in the long run. Second, all Post-Keynesians reject the concept of a vertical long-run Phillips curve.*

Os autores elencam seis tópicos para dar conta dessas críticas. Os três primeiros abordam criticamente a eficiência da política monetária no curto prazo e a neutralidade da moeda no longo prazo. Os três últimos remetem aos problemas associados à Curva de Phillips vertical no longo prazo:

1) Kriesler e Lavoie (2007, p. 390) rejeitam a abordagem simplista, geralmente adotada na curva IS, que estabelece uma relação negativa entre o investimento e a taxa de juros. A questão não reside na existência de algum efeito da taxa de juros sobre o investimento, mas sim na magnitude desse impacto. Em outras palavras, a elasticidade-juros do investimento pode não ser tão determinante como sugere o NCM, já que outras variáveis desempenham papéis mais

significativos na determinação do investimento, como a utilização da capacidade produtiva e a taxa de lucro esperada. Os autores reconhecem que uma política monetária contracionista é capaz de desaquecer a demanda agregada por meio de uma recessão autoimposta. Por outro lado, questionam a eficácia de uma política monetária expansionista em promover crescimento econômico. Sicsú (2016) afirma que “*a política monetária é como uma corda que pode puxar alguma coisa, mas não pode empurrá-la*”.

2) Os autores apontam que os efeitos da política monetária, principalmente sobre a taxa de inflação, podem levar tempo considerável até que sejam sentidos, a menos que a mudança da taxa de juros seja drástica. Além disso, conforme assinalado no item anterior, a política monetária age sobre as pressões inflacionárias deteriorando a demanda agregada e as condições de emprego (promovendo, pois, uma recessão autoimposta). Por último, os autores apresentam uma relação paradoxal: um aumento da taxa de juros básica da economia, antes de cumprir o seu papel na estabilização do nível geral de preços, poderia levar a uma aceleração da inflação, na medida em que significaria um maior custo (financeiro) para as empresas, as quais o repassariam, via *markup*, aos preços.

3) Kriesler e Lavoie (2007, p. 391) defendem a não neutralidade da moeda, tanto no curto quanto no longo prazo. Movimentos na taxa de juros de curto prazo definida pelo banco central têm impactos sobre a economia real no curto e no longo prazo.

4) Conforme os autores apontam, os pós-keynesianos negam que haja uma força misteriosa que conduza a taxa de utilização da capacidade produtiva da economia, no longo prazo, em direção à uma taxa normal determinada exogenamente. Na verdade, os autores afirmam que, se de fato houver uma taxa de utilização da capacidade produtiva normal ou desejada, esta é determinada endogenamente.

5) Os autores rejeitam a noção de uma taxa natural de crescimento determinada pelo lado da oferta. Os modelos de crescimento ortodoxos preveem que a taxa natural de crescimento é determinada pelo crescimento populacional e pelo progresso técnico, considerado exógeno. Robinson (1956, p. 96) critica essa visão: “*the rate of technical progress is not a natural phenomenon that falls like the gentle rain from heaven*”. Kriesler e Lavoie (2007, p. 392) se juntam a essa crítica, defendendo que a taxa de crescimento, em última instância, é endógena e determinada pelo lado da demanda.

6) Por fim, os autores negam que, no longo prazo, a Curva de Phillips seja vertical e situada sobre a taxa de desemprego não aceleradora da inflação (NAIRU, na sigla em inglês), tendo em vista que choques exógenos podem aumentar o patamar da NAIRU permanentemente devido à histerese. Portanto, Kriesler e Lavoie (2007, p. 392) argumentam que não existe uma única NAIRU.

Feitas essas considerações, os autores propõem duas modificações no arcabouço do Novo Consenso Macroeconômico, de modo a incorporar alguns *insights* da teoria pós-keynesiana, com o objetivo de tornar os modelos ortodoxos mais realistas. Os autores identificam a existência de uma relação implícita nos modelos do NCM, que torna desejáveis taxas mais baixas de inflação. É como se houvesse uma taxa de inflação ótima que maximizasse a taxa de crescimento natural da economia. Desvios da taxa de inflação corrente em relação à essa taxa de inflação ótima implicariam em uma menor taxa de crescimento natural da economia (Kriesler e Lavoie, 2007, p. 393).

A primeira alteração sugerida pelos autores é de que a taxa de crescimento não dependa da discrepância entre a taxa de inflação atual e a taxa de inflação ótima, mas que seja uma função da própria trajetória da taxa de crescimento. Dessa maneira, a taxa de crescimento da economia dependeria da taxa de crescimento verificada em períodos anteriores. Introduce-se, assim, nos modelos ortodoxos um elemento de dependência da trajetória (*path dependency*). Em outras palavras, a mudança proposta pelos autores torna a própria estrutura de oferta da economia, no longo prazo, dependente dos (des)ajustes de curto prazo determinado pela demanda efetiva (ou pela falta dela).

Na sequência, questiona-se qual é a medida mais apropriada para o hiato do produto (*output gap*). Os autores, então, elencam três possibilidades: i) diferença entre a taxa de utilização da capacidade produtiva atual e a taxa de utilização da capacidade produtiva normal; ii) diferença entre a taxa de crescimento atual da economia e a taxa de crescimento natural da economia; iii) diferença entre a taxa de desemprego atual e a taxa de desemprego natural. A medida mais adequada depende do que se entende como principal determinante da inflação de demanda. Como apontam Kriesler e Lavoie (2007, p. 393):

*Unemployment rates could be relevant if scarcity or power struggles in the labour market are the main cause of inflation. If pressures on capacity are the main cause on inflation, then capacity rates would seem to be the relevant indicator. Finally, some may argue that GDP growth is often tightly linked to capacity utilization and is the best indicator of future pressures on inflation, and hence the best indicator for central banks that are keen to use pre-emptive strikes, based on expected inflation rather than current inflation.*

Desse modo, Kriesler e Lavoie (2007, p. 399) sugerem uma alternativa pós-keynesiana à Regra de Taylor:

$$r = r_f + \alpha_5(\pi - \pi^T) + \alpha_6(u - u_{fc}) \quad (1.8)$$

Os autores defendem a substituição da taxa natural de juros por uma *fair rate* ( $r_f$ ), ou seja, por uma taxa de juros que não altere a distribuição de renda entre credores e devedores. Outra modificação é a taxa de desemprego compatível com o pleno emprego ( $u_{fc}$ ) no lugar da taxa de desemprego natural ou da NAIRU. Apesar dessas mudanças, vale notar que a política monetária ainda seria empregada para o controle da inflação e, portanto, não seria uma ruptura total com o Regime de Metas de Inflação tal como o conhecemos. Outros autores, por exemplo Arestis e Sawyer (2003a), defendem que a taxa de juros seja estacionada em um determinado patamar e que a política fiscal seja utilizada para garantir a estabilidade macroeconômica, por meio da definição de um nível de utilização da capacidade produtiva que seja compatível com uma trajetória de inflação constante.

Finalmente, deseja-se discutir uma alternativa para a política monetária proposta por Rochon e Setterfield (2007). Os autores apresentam duas abordagens pós-keynesianas para substituir a política monetária tradicional: ativista e acomodatória.

A abordagem ativista se baseia na habilidade de ajuste fino da economia por meio da manipulação da taxa de juros de curto prazo, de acordo com uma função de reação do banco central. Desse modo, sempre que a economia se distancia dos objetivos preestabelecidos, cabe à autoridade monetária reconduzi-la por meio de intervenções na taxa de juros básica. Um observador atento poderia questionar se essa abordagem não se assemelha à abordagem convencional, ao que os autores prontamente refutariam: *“it is not, of course, consistent with the letter of the Taylor rule, because the concept of a natural rate of interest, the preeminence of inflation targeting, and acceptance of NAIRU analysis have no place in a Post Keynesian framework”* (Rochon e Setterfield, 2007, p. 21). Uma diferença crucial é a definição de objetivos amplos para a política monetária, que vão além da estabilidade de preços e abarcam questões como pleno emprego, crescimento, balanço de pagamentos, termos de troca, taxas de câmbio e distribuição de renda. Contudo, Lima e Setterfield (2008) argumentam que endereçar mais de um objetivo requer mais de um instrumento de política monetária.

A abordagem acomodatória questiona a proeminência da política monetária nas últimas décadas, defendendo que a política fiscal deve ganhar destaque, pois é igualmente capaz, se não superior, de desempenhar um papel estabilizador na economia. A principal razão para essa

defesa é que a taxa de juros é uma variável distributiva, que impacta a participação de diversos grupos sociais na renda. Por isso, é importante que a política monetária adote um compromisso de longo prazo, mantendo a taxa de juros em níveis baixos, sujeitando-a a poucas alterações ao longo do tempo, a menos que ocorram mudanças estruturais na economia. Os autores diferenciam três versões de regras acomodatórias para a condução da política monetária: Regra de Smithin, Regra de Kansas City e Regra de Pasinetti. O que as diferencia é justamente a sua “[...] *perception and treatment of the rentier class: to euthanize or not to euthanize? That is the question*” (Rochon e Setterfield, 2007, p. 23). As duas primeiras versões descrevem a classe rentista como parasitária e concordam com a ideia de eutanásia do rentista. A terceira versão, por outro lado, considera a classe rentista como um mal necessário, cuja perpetuação ao longo das gerações transforma a sua eliminação em uma mera utopia (Lavoie, 1996, p. 536-537).

A Regra de Smithin preconiza que a taxa de juros real seja determinada em um nível baixo, mas positivo. Na verdade, considera-se que a condição ótima para a taxa de juros real seria alcançada quando esta fosse estabelecida em um patamar nulo. A Regra de Kansas City é ainda mais radical ao defender que a taxa de juros nominal seja definida em um patamar nulo. Os partidários dessa visão argumentam que, se o banco central não atuasse por meio de operações de mercado aberto, nem remunerasse as reservas bancárias, a taxa de juros nominal tenderia a zero. Todavia, para Rochon e Setterfield (2007, p. 26), esta visão carece de alguma fundamentação teórica mais robusta. Além disso, os autores argumentam que uma taxa de juros nominal nula poderia levar o sistema a instabilidades. Isso porque, aumentar-se-iam as chances da taxa de juros real ser menor do que zero, o que criaria “*a strong incentive to borrow, increasing output, lowering unemployment, and perpetuating the cycle of increasing wage inflation higher price inflation—lower real rates of interest. The system is thus prone to some instability*” (Rochon e Setterfield, 2007, p. 27).

Por fim, a Regra de Pasinetti, também conhecida como taxa “justa” de Pasinetti, advoga que a taxa de juros real seja tal que mantenha “*unchanged the distribution of income between interest and non-interest income groups, regardless of lending and borrowing activities*” (Lavoie e Seccareccia, 1999, p. 543). Vale dizer que tal condição seria cumprida se a taxa de juros real definida pela autoridade monetária fosse igual à taxa de crescimento da produtividade do trabalho. De uma certa maneira, a remuneração do trabalho diária seria equivalente à remuneração do capital (ou, se se preferir, à taxa de juros) diária. Diferentemente das duas regras anteriores, que diminuiriam a participação da classe rentista na renda ao longo do tempo, a Regra de Pasinetti manteria esta participação inalterada. Todas as três versões apresentadas

são favoráveis à utilização da política fiscal como mecanismo de estabilização macroeconômica.

## 1.8. CONCLUSÃO

Neste capítulo, examinamos as fundações teóricas do Novo Consenso Macroeconômico e da teoria pós-keynesiana. Aprofundamo-nos nas principais discussões teóricas, explorando as diferentes formulações de política monetária propostas tanto por economistas ortodoxos quanto por heterodoxos. Contudo, nossa análise não abarcou as mais recentes evoluções teóricas, especialmente as mudanças no arcabouço ortodoxo resultantes da Grande Crise Financeira e da pandemia de COVID-19. O próximo capítulo terá como foco aprofundar esses temas, examinando questões de política monetária que apenas tangenciamos aqui. Investigaremos as transformações teóricas e metodológicas recentes no *mainstream*, discutindo se essas mudanças estão aproximando o Novo Consenso Macroeconômico da teoria pós-keynesiana. Este aprofundamento permitirá uma compreensão mais clara das convergências e divergências entre essas duas abordagens teóricas.

## 2. TEORIA DA POLÍTICA MONETÁRIA: PRINCIPAIS CONCEITOS E DISCUSSÕES

### 2.1. INTRODUÇÃO

No presente capítulo faremos um passeio pelas principais discussões teóricas sobre política monetária, com o objetivo de aprofundarmos a nossa compreensão sobre temas que permeiam o debate contemporâneo. Examinaremos como o Novo Consenso Macroeconômico extrapolou os limites da academia e ganhou a arena política, definindo os contornos de toda uma institucionalidade e se tornando uma espécie de farol na condução da política macroeconômica. Em uma primeira aproximação, frequentemente nos deparamos com a seguinte reflexão: o consenso na dimensão teórica suscitou o consenso na arena política ou foi a aplicação do “modelo ortodoxo” na prática que legitimou esse conjunto de ideias? Taylor (2007, p. 2) afirma que: “*although the theory was originally designed for normative reasons, it has turned out to have positive implications which validate it scientifically*”.

Os anos 1970 foram recortados por instabilidades que levaram ao questionamento da teoria keynesiana e, conseqüentemente, à volta da tradição neoclássica ao *mainstream* das ciências econômicas. O colapso dos Acordos de Bretton Woods resultou em uma reestruturação do sistema monetário-financeiro internacional em direção à liberalização dos fluxos de capitais e às taxas de câmbio flutuantes. Adicionalmente, o desenvolvimento dos euromercados, a desconfiança que pairava sobre o dólar e a ascensão de outros *players* internacionais colocavam a hegemonia norte-americana em discussão. Por fim, os choques do petróleo implicaram em uma desaceleração da economia global *pari passu* uma elevação do nível geral de preços – fenômeno que ficou conhecido na literatura como estagflação. No final da década, o *Federal Reserve*, encabeçado por Paul Volcker, elevou a taxa de juros básica da economia a patamares inéditos sob a prerrogativa de controlar a inflação<sup>15</sup>, agravando a recessão mundial e sacramentando de vez a derrocada do keynesianismo “bastardo” da síntese neoclássica.

Desde então, a preocupação com a estabilidade de preços se espalhou para os bancos centrais do mundo todo e se tornou o centro de muitos debates acadêmicos sobre a operacionalidade da política monetária. O foco quase obsessivo com o controle inflacionário deve-se à crença de que taxas de inflação baixas e estáveis contribuem para o crescimento econômico sustentável. Na esfera política, as discussões se mostraram igualmente fervorosas,

---

<sup>15</sup> Tavares (1985) oferece uma perspectiva crítica a esse respeito, alegando que a elevação brusca da taxa de juros pelo *Fed* cumpriu o propósito de retomada da hegemonia norte-americana.

com o lema “*inflation first*”<sup>16</sup> permeando tais discussões explícita ou implicitamente. Como é amplamente conhecido, o *mainstream* defende que a política econômica seja orientada por regras claras a fim de evitar o problema da inconsistência temporal e do viés inflacionário dos *policymakers*. Assim, no início dos anos 1980, o debate macroeconômico se concentrava na identificação da regra mais adequada para guiar a política monetária de acordo com o princípio “*inflation first*”.

A primeira regra operacional implementada teve inspiração monetarista e durou pouco, pois se apoiava nos fundamentos frágeis da teoria quantitativa da moeda ressuscitada por Friedman – como a suposição de que o banco central era capaz de controlar a base monetária ou de que a velocidade de circulação da moeda era constante. Segundo Seccareccia e Matamoros (2023, p. 8), essas relações não se verificavam do ponto de vista empírico, de modo que as regras adotadas internacionalmente “*were often even more naïve and stripped-down operational versions of Friedmanite monetarism, resting on the “control” of monetary aggregates such as net unborrowed reserves at the US Fed, and M1 or M3 targeting (as in Canada and the UK respectively)*”.

Ainda de acordo com os autores, não demorou para que os bancos centrais notassem que o controle dos agregados monetários ou da taxa de crescimento da base monetária estava fora da sua alçada, visto que a oferta de moeda era determinada endogenamente. Diante disso, o monetarismo de Friedman perdeu prestígio e foi sendo abandonado aos poucos pelos intelectuais e pelos *policymakers*. O fracasso da experiência monetarista provocou a necessidade de novas explicações teóricas e regras para a condução da política monetária. Nesse contexto, emergiu a macroeconomia novo keynesiana, cujos elementos básicos incluíam as rigidezes reais e nominais de preços e salários, os modelos de *Dynamic Stochastic General Equilibrium* (DSGE) e o Regime de Metas de Inflação (RMI). Portanto, “*already in the 1980s there was emerging the implicit or explicit formation of a central bank interest rate-operating rule that could replace the previous monetarist logic*” (Seccareccia e Matamoros, 2023, p. 8).

Bernanke e Mishkin (1997) elencam três razões que sustentavam a adoção do RMI já em meados dos anos 1980. A primeira razão versava sobre a necessidade de uma âncora nominal para garantir que a política monetária permanecesse bem comportada. Com efeito, de acordo com Seccareccia e Matamoros (2023, p. 9), esse primeiro motivo visava garantir que a renda do credor fosse priorizada, sobretudo após o fim dos Acordos de Bretton Woods e do seu regime de câmbio fixo no início dos anos 1970 e do período subsequente de taxas de juros reais

---

<sup>16</sup> Para uma análise crítica, recomenda-se a leitura de Seccareccia e Matamoros (2023).

negativas. A segunda razão justificava que o RMI serviria para manter a inflação em um patamar baixo, o qual teria sido alcançado pelo aperto da política monetária na década de 1980. A terceira razão abordava a mudança no *mainstream* da profissão, que passou a alegar que o *trade-off* entre inflação e desemprego era válido apenas no curto prazo, de modo que os efeitos da política monetária, no longo prazo, dar-se-iam exclusivamente sobre o nível de preços. Tal conclusão se apoia nas hipóteses da neutralidade da moeda no longo prazo e da existência de uma taxa “natural” de desemprego.

Em síntese, *“the long-run neutrality of money, the emergence of theoretical justifications of monetary policy rules due to the importance of “precommitment and credibility”, as well as the acknowledgment within the mainstream that zero or low inflation is good for economic growth in the long run all now became widely accepted among central bankers”* (Seccareccia e Matamoros, 2023, p. 9). Com a consolidação do RMI, o palco estava montado para a Regra de Taylor entrar em ação. Mais à frente, analisaremos pormenorizadamente o surgimento da Regra de Taylor e sua relação com a taxa “natural” de juros *à lá* Wicksell.

## 2.2. UMA VISÃO GERAL SOBRE A REGRA DE TAYLOR

Nas palavras do próprio Taylor (2007, p. 2): *“originally the rule was meant to be normative: a recommendation of what the Fed should do. It was derived from monetary theory, or more precisely from optimization exercises using new dynamic stochastic monetary models with rational expectations and price rigidities”*. O autor argumenta que, embora a regra tenha sido formulada mais por razões práticas do que teóricas, seu poder explicativo robusto e sua capacidade precisa de ajuste aos dados empíricos conferiram-lhe validação científica. A confiança nesse instrumental era tão grande que levou Taylor (*ibid.*, p. 1) a afirmar que: *“[...] while monetary policy rules cannot, of course, explain all of economics, they can explain a great deal”*.

De fato, não deixa de ser fascinante imaginar como uma simples regra ganhou tamanha importância e se tornou *quasi*-onipresente nos bancos centrais do mundo todo. Trata-se do clássico caso em que a criatura superou o seu criador. Talvez a sua popularidade seja fruto da sua simplicidade ou mesmo do fato dos bancos centrais serem capazes de controlar efetivamente a taxa de juros nominal de curto prazo (diferentemente dos agregados monetários). Talvez a sua ampla aceitação esteja relacionada ao fato dos grandes proponentes do Novo Consenso Macroeconômico, que endossam a Regra de Taylor, ocuparem posições relevantes

não só nos círculos acadêmicos, como também no *Federal Reserve*, no Banco Mundial e no Fundo Monetário Internacional. Seja como for, ninguém pode negar a popularidade da Regra de Taylor. Apesar disso, pode-se questionar a verdadeira magnitude de sua originalidade. Seccareccia e Matamoros (2023, p. 10) observam que a Regra de Taylor nada mais é do que um desdobramento da abordagem wickselliana de fundos emprestáveis, segundo a qual a taxa de juros é determinada pelo equilíbrio entre aqueles que querem emprestar e aqueles que querem tomar emprestado.

Há diversas formas de representar a Regra de Taylor. Seguiremos, aqui, a mesma especificação usada por Seccareccia e Matamoros (2023, p. 10). Por motivos de simplificação, desconsideramos os subscritos na equação abaixo, embora estejamos cientes da existência de *lags* na identificação, formulação e implementação da política monetária<sup>17</sup>.

$$i = \rho + \pi + \alpha(\pi - \pi^*) + \delta(u^* - u) \quad (2.1)$$

onde  $i$  é a taxa de juros nominal definida pelo banco central,  $\rho$  é a taxa de juros real “neutra” ou “natural”,  $\pi$  é a taxa de inflação corrente e  $\pi^*$  é a meta de inflação,  $u$  é a taxa de desemprego e  $u^*$  é a taxa “natural” de desemprego<sup>18</sup> e  $\alpha$  e  $\delta$  são parâmetros positivos<sup>19</sup>.

### 2.3. CONSIDERAÇÕES SOBRE A CURVA DE PHILLIPS E A NAIRU

Seccareccia e Matamoros (2023, p. 11-12) explicam que:

*The only reason to include the unemployment or output gap in a central bank's reaction function is to stabilize inflation in the short run consistent with a low and stable long-run inflation path. The concept of a unique natural unemployment rate (or NAIRU, that is, the non-accelerating inflation rate of unemployment) within the Phillips curve theory (where there is a short-run tradeoff between inflation and unemployment) turns out to be critical to the conduct of monetary policy under an IT framework.*

<sup>17</sup> Apesar do *unemployment gap* ( $u^* - u$ ) aparecer na equação, Seccareccia e Matamoros (2023, p. 11) observam que esse termo serve apenas como uma informação para auxiliar a autoridade monetária na definição da taxa de juros básica da economia a fim de combater preventivamente a inflação futura. Portanto, não significa necessariamente que o banco central esteja ativamente buscando ambos os objetivos de estabilidade de preços e pleno emprego, como é o caso do *dual mandate* do *Fed*.

<sup>18</sup> Também podemos interpretar  $u^*$  como a *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment* (NAIRU), ou seja, a taxa de desemprego compatível com a estabilidade inflacionária ( $\Delta\pi = 0$ ). As divergências entre a taxa “natural” de desemprego e a NAIRU são exploradas de maneira notável por Stockhammer (2008). A diferença crucial é que a taxa “natural” de desemprego é uma teoria do desemprego voluntário, ao passo que a NAIRU é uma teoria do desemprego involuntário.

<sup>19</sup> Quando  $\delta > \alpha$ , temos a chamada Regra de Yellen, que atribui um peso muito maior ao *unemployment gap* do que ao *inflation gap*, sinalizando um comprometimento mais forte da autoridade monetária com a promoção de baixos níveis de desemprego.

Em uma perspectiva heterodoxa, o problema da Regra de Taylor se basear na Curva de Phillips e na NAIRU é que essas ideias em si são amplamente contestadas na academia. Em relação à primeira, Krisler e Lavoie (2007) mostram que dentro de uma faixa “normal” de utilização da capacidade produtiva (portanto, excluindo os casos de subutilização ou sobreutilização), a relação entre a taxa de inflação e a utilização da capacidade produtiva é dada por uma reta horizontal. Estendendo essa abordagem, pode-se afirmar que a relação entre a taxa de inflação e a taxa de emprego é representada por uma reta horizontal para o intervalo relevante da taxa de emprego (digamos, entre o mínimo de emprego socialmente aceitável e o pleno emprego). Destarte, se a Curva de Phillips aceleracionista não for válida, então o *unemployment gap* da Equação (2.1) perde o seu significado e uma interpretação mais keynesiana da Regra de Taylor (destacadamente, o mandato dual do *Fed*) se torna completamente incompatível com o mantra “*inflation first*” (Seccareccia e Matamoros, 2023, p. 12).

Em relação à segunda, Stockhammer (2008) detalha a versatilidade da NAIRU, que pode assumir características novo keynesianas, pós-keynesianas e marxistas<sup>20</sup>. Na visão novo keynesiana, a NAIRU “[...] *depends on labor market institutions that determine wage claims (the so-called wage push factors) and on the market power of firms*” (*ibid.*, p. 489). A dinâmica do modelo exibe características keynesianas no curto prazo apenas por causa das discrepâncias entre o nível de preços esperado e o nível de preços observado decorrentes das rigidezes de preços e salários.

Em contrapartida, “*in the long run the NAIRU depends on wage push factors and the mark-up, but not on autonomous demand. In the long run the model thus has neoclassical features, but a non-clearing labor market*” (*ibid.*, p. 490). Por fim, muitos modelos novos keynesianos incluem o conceito de histerese em suas análises (*e.g.*, Blanchard e Summers, 1987), de modo que a NAIRU se torna uma variável endógena e influenciada pelas taxas de desemprego verificadas em períodos anteriores. Apesar disso, os resultados encontrados geralmente apontam na mesma direção: a existência de um único ponto de equilíbrio (uma única NAIRU), que funciona como um atrator.

Na perspectiva pós-keynesiana, a NAIRU é um tópico que divide opiniões. Lavoie (2024) apresenta um modelo de reivindicações conflitantes muito semelhante ao modelo WS-PS do *mainstream*, mas com algumas diferenças fundamentais. A principal delas é que não há nada, no modelo pós-keynesiano, que torne imperativo que o salário real corrente convirja, ao longo do tempo, em direção ao salário real perseguido pelas firmas. Isso porque não há razões

---

<sup>20</sup> Embora muito interessante, a relação entre a NAIRU e a teoria marxista não será aprofundada aqui, posto que ultrapassa o escopo deste trabalho.

(nem teóricas, nem empíricas) para acreditar que as firmas e os trabalhadores detenham pleno poder de indexação. Desse modo, não há elementos que corroborem a tese aceleracionista, segundo a qual há uma relação negativa entre a taxa de desemprego e a variação na taxa de inflação.

Por outro lado, Hein (2006) parte de um modelo de reivindicações conflitantes, mas assume que as firmas têm a última palavra no processo de barganha salarial e que as expectativas de inflação são desancoradas. Com isso, Hein (2006) obtém uma NAIRU com características pós-keynesianas, que se diferencia da NAIRU convencional por ser determinada endogenamente por fatores do lado da demanda e por não funcionar como um atrator forte para o desemprego corrente.

Entretanto, Lavoie (2024, p. 14) discorda dessa abordagem, pois a estabilidade inflacionária (variação nula da taxa de inflação) fica condicionada a uma tripla coincidência: o salário real corrente, o salário real perseguido pelas firmas e o salário real perseguido pelos trabalhadores devem ser iguais. No limite, a estabilidade inflacionária só seria alcançada quando o conflito distributivo deixasse de existir (o que é, para dizer o mínimo, algo difícil de imaginar) ou quando uma parte conseguisse impor as suas aspirações (*targeted real wage*) à outra.

Não obstante, alguns autores buscam incorporar esse conceito no *framework* pós-keynesiano (e.g., Stockhammer, 2008, p. 493-501). A teoria da inflação como decorrente do conflito distributivo entre capitalistas e trabalhadores faz parte do *hardcore* da escola pós-keynesiana desde a sua gênese. Nesse ponto específico, há uma relação com a abordagem novo keynesiana supracitada, porém as duas perspectivas se diferenciam claramente a partir daqui, especialmente no que se refere à modelagem do mercado de trabalho e do lado da demanda da economia<sup>21</sup>.

Feitos esses apontamentos, gostaríamos de partir para as conclusões do modelo. A primeira delas é que não existe uma única NAIRU, sempre igual em todos os períodos. Conforme Stockhammer (*ibid.*, p. 500-501), a maioria dos pós-keynesianos provavelmente concordaria com a existência de uma única NAIRU em algum ponto do tempo, mas certamente não seria o mesmo valor *ad infinitum* devido ao seu caráter endógeno e dependente da trajetória (*path-dependent*). Ademais, o autor identifica que a dinâmica do modelo é instável para uma

---

<sup>21</sup> A especificação pós-keynesiana do *demand-side* se distingue em pelo menos dois pontos da visão novo keynesiana: i) prevalece o efeito Fisher, segundo o qual o efeito da inflação sobre a demanda tende a ser positivo ou nulo, ao passo que o efeito da deflação tende a ser contracionista; ii) a distribuição de renda é importante e o seu impacto sobre a demanda depende se a economia é impulsionada pelos salários (*wage-led*) ou pelos lucros (*profit-led*). O modelo desenvolvido por Stockhammer (2008) assume um regime de demanda *wage-led*.

economia fechada e a NAIRU funciona como repulsor (em vez de atrator), de modo que a intervenção governamental se torna necessária para garantir a estabilidade do sistema.

Tudo isso para demonstrar que a Regra de Taylor é um híbrido interessante da abordagem wickselliana de fundos emprestáveis e da teoria novo keynesiana. Por trás de uma equação aparentemente simples, revela-se uma abordagem tão rica quanto complexa, suscitando diversas interpretações que continuam sendo relevantes nos debates contemporâneos sobre política monetária.

#### 2.4. A REGRA DE TAYLOR E A REGRA DE WICKSELL

A Regra de Wicksell propõe que a política monetária deve ajustar a taxa de juros para que a taxa de juros de mercado se iguale à taxa de juros natural, equilibrando assim a oferta e a demanda por fundos emprestáveis e estabilizando a economia. Embora essa descrição seja muito parecida com uma velha conhecida nossa, a Regra de Taylor, existem alguns pontos nos quais essas abordagens diferem substancialmente. O objetivo desta seção é explicitar essas diferenças.

Seccareccia e Matamoros (2023, p. 17) listam pelo menos três diferenças entre a Regra de Taylor e a Regra de Wicksell. A primeira delas é que, conforme a Regra de Wicksell, o banco central determina a taxa de juros nominal,  $i$ , em vez de definir a taxa de juros real, de acordo com a equação de Fisher, como supõe a Regra de Taylor. A razão pela qual o banco central não é capaz de antecipar a taxa de juros real é simples: ele só terá conhecimento da taxa de inflação no futuro (*ex post*). A segunda delas é que a Regra de Wicksell não leva em conta o hiato do produto (ou o hiato do desemprego) ou, alternativamente, presume que a economia está sempre operando no seu nível de produto potencial (ou de pleno emprego). A terceira delas é que a Regra de Wicksell pressupõe que a estabilidade de preços seria alcançada quando a taxa de inflação fosse nula (*i.e.*,  $\pi^* = 0$ ) em contraposição à meta de 2% geralmente preconizada pela Regra de Taylor.

Os autores (*ibid.*, p. 18) oferecem um excelente panorama sobre as interações entre juros, investimento e poupança a partir de uma perspectiva wickselliana. Segundo Wicksell (1898, 1907), há duas classes de taxas de juros na economia que, por meio dos seus efeitos sobre a demanda agregada via decisões de poupança e investimento, influenciam a dinâmica inflacionária. A primeira delas é a taxa “natural” de juros ( $P$ )<sup>22</sup>, que se origina no sistema

---

<sup>22</sup> Não confundir com o parâmetro  $\rho$  da Equação (2.1).

produtivo e é determinada por fatores reais associados à produtividade e à poupança. Trata-se de um conceito que não pode ser observado diretamente e, portanto, não pode ser mensurado pelos bancos centrais, sendo inferido ou aproximado pelos movimentos dos preços. Por fim, não se trata de um valor constante obtido através de uma regressão linear (como ocorre com o  $\rho$ ), mas sim de um valor que pode variar conforme as condições estruturais da economia se alterem. A segunda delas é a taxa “monetária” de juros ( $i$ ), definida exogenamente pelo banco central de acordo com fatores monetários da economia.

Se o investimento é uma função da taxa “natural” de juros ( $P$ ) e a poupança depende da taxa “monetária” de juros ( $i$ ), então a dinâmica inflacionária provém da interação entre essas duas taxas (Seccareccia e Matamoros, 2023, p. 18). Suponha um cenário inicial em que  $P = i$ , de modo que a estabilidade de preços seja garantida (*i.e.*,  $\pi = 0$ ). Agora, considere que ocorreu um choque de produtividade, que elevou o investimento acima da poupança ( $P > i$ ). Logicamente, reconhecemos que a identidade entre poupança e investimento deve ser mantida. Portanto, torna-se imperativo aumentar a poupança até que ela corresponda novamente ao investimento. Existem duas maneiras de alcançar esse objetivo. A primeira consiste em aumentar endogenamente a oferta de moeda, o que, dada a suposição de que a economia opera em pleno emprego, teria um efeito inflacionário. A segunda prevê que o banco central eleve a taxa “monetária” de juros até que a igualdade com a taxa “natural” de juros seja restabelecida, algo que só seria conhecido *a posteriori* quando a taxa de inflação retornasse a zero.

A lição que extraímos deste exemplo é que pressões inflacionárias (deflacionárias) surgem quando a taxa “monetária” de juros ( $i$ ) se torna menor (maior) que a taxa “natural” de juros ( $P$ ), geralmente em razão de flutuações inesperadas que deslocam  $P$  para cima (para baixo). Desse modo, “*to prevent price level instability, the central bank-determined money rate must continually be chasing the natural rate so that the gap between the two rates is eliminated*” (Seccareccia e Matamoros, 2023, p. 19). Ainda de acordo com os autores, a instabilidade no nível de preços está associada à inaptidão do banco central em encerrar a diferença entre  $P$  e  $i$  de maneira suficientemente rápida.

Os autores (*ibid.*, p. 20) propõem uma representação da Regra de Wicksell, que eles descrevem como uma versão nominal da Regra de Taylor que todos já conhecem:

$$i = c + \alpha'(\pi - \pi^*) + \delta'(u^* - u) \quad (2.2)$$

onde  $\alpha'$  e  $\delta'$  são constantes positivas e  $c$  é um parâmetro que não deve ser confundido com a taxa “natural” de juros da Regra de Taylor ( $\rho$ ). A taxa “natural” de juros wickselliana ( $P$ )

continua a ser uma variável não observável. De acordo com esta abordagem, a economia opera em pleno emprego ( $u = u^*$ ) e a estabilidade de preços é alcançada quando  $\pi^* = 0$ . Logo, a Equação (2.2) pode ser reescrita de maneira mais simples<sup>23</sup>:

$$i = c + \alpha' \pi \quad (2.3)$$

Quando  $\alpha' = 1$ , então a Equação (2.3) se torna muito semelhante à equação de Fisher, com a diferença de que taxa de juros real,  $c$ , não seria determinada pelas forças de mercado, mas apenas o resultado de uma decisão de política monetária tomada pelo banco central com o objetivo de alcançar a estabilidade de preços. Além disso, o parâmetro  $\alpha'$  pode ser maior ou menor do que a unidade, refletindo uma postura excessivamente zelosa ou menos comprometida da autoridade monetária com o combate da inflação, respectivamente. Em síntese, o banco central reage a variações na taxa de inflação elevando ou diminuindo a taxa “monetária” de juros ( $i$ ) com a finalidade de aproximá-la da taxa “natural” de juros ( $P$ ) e, assim, alcançar a estabilidade de preços (Seccareccia e Matamoros, 2023, p. 21).

A título de conclusão, cabe sublinhar as diferenças entre a Regra de Taylor e a Regra de Wicksell. Na Regra de Taylor, a taxa “natural” de juros ( $\rho$ ) é um parâmetro que pode ser mensurado pelo banco central, enquanto na Regra de Wicksell, a taxa “natural” de juros ( $P$ ) é uma variável não observável, que apenas pode ser inferida ou aproximada pela autoridade monetária com base nos movimentos dos preços. Ademais, a Regra de Wicksell parte do pressuposto de que a economia opera em pleno emprego ( $u = u^*$ ), ao passo que a Regra de Taylor considera as possibilidades de uma economia superaquecida ( $u < u^*$ ) ou pouco dinâmica ( $u > u^*$ ). Por último, a Regra de Taylor assume que o banco central determina a taxa de juros real, de acordo com a equação de Fisher, enquanto a Regra de Wicksell prevê que somente a taxa de juros nominal está sob o controle da autoridade monetária.

## 2.5. OS EFEITOS DISTRIBUTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA

O *mainstream* frequentemente destina pouca atenção aos efeitos distributivos do Regime de Metas de Inflação. Sendo assim, o objetivo desta seção é analisar a evolução da

---

<sup>23</sup> É interessante pensar na atuação da autoridade monetária em um contexto de pleno emprego permanente. Para evitar flutuações no emprego, o banco central precisaria agir preventivamente, se fosse capaz de prever o futuro com precisão (ou seja, se tivesse uma previsão perfeita), ou responder imediatamente aumentando (reduzindo) a taxa de juros sempre que houvesse uma perturbação que pressionasse os preços para cima (para baixo), de modo a manter  $u = u^*$ .

distribuição funcional da renda entre rentistas e não-rentistas ao longo das décadas recentes, conforme Seccareccia e Matamoros (2023), assim como os canais de transmissão da política monetária sobre a distribuição funcional da renda, especialmente o canal da atividade econômica e o canal da taxa de câmbio à luz de Rolim e Marins (2023). Adicionalmente, discutimos outros canais de transmissão da política monetária e seus efeitos (por vezes contraditórios) sobre a inflação, a distribuição funcional da renda entre firmas e trabalhadores e o crescimento econômico de acordo com Rolim e Kappes (2024). Por fim, exploramos um *framework* alternativo para as decisões de política monetária com base em Rossi (2023), além da visão crítica oferecida por Pressman (2024).

### 2.5.1. UMA PRIMEIRA APROXIMAÇÃO

Primeiramente, vale reforçar o que já é amplamente conhecido: a distribuição de renda varia ao longo da história. Seccareccia e Lavoie (2016, p. 205) mostram que, nos anos que se seguiram à Segunda Guerra Mundial, observou-se uma distribuição de renda mais favorável aos trabalhadores (*i.e.*, um aumento relativo da *wage-share vis-à-vis a profit-share*). A partir da década de 1970, todavia, com o fim dos Acordos de Bretton Woods, nota-se uma distribuição de renda que privilegia os lucros em detrimento dos salários. Com efeito, a financeirização tem alterado substancialmente a distribuição de renda em direção à classe rentista<sup>24</sup>. Seccareccia e Matamoros (2023, p. 44) concluem “*that there was a significant income redistribution towards the rentier groups during the 1980s all the way to the GFC*” motivada pelas elevadas taxas de juros vigentes no âmbito do Regime de Metas de Inflação. Portanto, vale a afirmação de que a taxa de juros é sempre, e em qualquer lugar, uma variável distributiva<sup>25</sup>.

Além disso, parte da literatura também chama atenção para os efeitos distributivos decorrentes das variações cambiais. Nesse sentido, Rolim e Marins (2023) buscam analisar como a resposta da política monetária a choques nos preços externos afeta a distribuição de renda em um modelo de inflação com reivindicações conflitantes<sup>26</sup>. De início, as autoras identificam que, embora o comportamento dos preços externos seja crucial na determinação da

<sup>24</sup> Para uma análise dos efeitos prejudiciais da globalização produtiva e financeira sobre a parcela dos salários na renda nacional, ver Stockhammer (2015).

<sup>25</sup> Alterações nas taxas de juros impactam a distribuição de renda entre credores e devedores. Além disso, ao afetarem a atividade econômica e a taxa de desemprego, tais alterações também influenciam a distribuição de renda entre trabalhadores e capitalistas.

<sup>26</sup> “*Consequently, inflation in this context is explained mainly by rising mark-ups, growth in nominal wages above labor productivity and changes in the relative prices of imported materials used as means of production*” (*ibid.*, p. 3).

taxa de inflação doméstica<sup>27</sup>, as autoridades monetárias dos países nada ou pouco podem fazer para controlar tais preços. Notadamente, um aumento do nível geral de preços, desencadeado por choques nos preços externos, *coeteris paribus* se traduz em uma piora da distribuição de renda. Em contrapartida, ao definir a taxa de juros básica da economia, a autoridade monetária pode exercer grande influência sobre a taxa de câmbio e, por conseguinte, sobre a inflação, atenuando os efeitos de alterações nos preços estrangeiros sobre a distribuição de renda.

A título de exemplo, considere um choque nos preços estrangeiros que leva a uma escalada dos preços domésticos. Consequentemente, as empresas enfrentarão custos maiores, que serão repassados aos preços via *markup*. Se as firmas possuírem demasiado poder de mercado, diante de instituições do mercado de trabalho enfraquecidas, notar-se-á um aumento da *profit-share*. No entanto, se o poder de barganha da classe trabalhadora for elevado, então se coloca a possibilidade real de uma espiral inflacionária<sup>28</sup>. Mais do que isso, os trabalhadores cujas cestas de consumo sejam elásticas em relação aos preços estrangeiros verão o seu poder de compra se deteriorar. Nesse contexto, questiona-se a capacidade da política monetária, nos moldes do Regime de Metas de Inflação, de mitigar a aceleração inflacionária e acomodar o conflito distributivo. Rolim e Marins (2023, p. 2) mostram que o efeito da política monetária sobre a distribuição de renda, em resposta a choques nos preços externos, é dúbio e depende da força dos seus canais de transmissão.

Dois canais de transmissão principais são abordados pelas autoras: o canal da atividade econômica e o canal da taxa de câmbio. Retomando o nosso exemplo, uma política monetária contracionista pode atrair capitais devido ao diferencial de taxas de juros, apreciando a moeda doméstica e mitigando a inflação gerada por choques nos preços externos, com efeitos positivos sobre os salários reais. Ao mesmo tempo, porém, pode beneficiar a classe rentista e desincentivar o investimento produtivo, com efeitos deletérios sobre a atividade econômica e sobre a distribuição de renda. Rolim e Marins (2023, p. 5) concluem: “[...] *the final outcome of changes in the policy rate on income distribution depends on the relative strength of the economic activity and the exchange rate channels*”. Em todo caso, a relação entre política monetária e distribuição de renda não pode ser ignorada, tornando premente a reflexão sobre um arcabouço alternativo ao usual.

---

<sup>27</sup> Especialmente dos países em desenvolvimento, cujas cestas de consumo e índices de preços são mais sensíveis a variações na taxa de câmbio (efeito *pass-through*) e nos preços externos.

<sup>28</sup> “*Thus, while an increase in the real exchange rate can increase domestic firms’ profits and competitiveness, increasing their desired and realized mark-up rates, it can also trigger a response of workers as they try to protect their real wages*” (*ibid.*, p. 5).

### 2.5.2. EXPLORANDO OUTROS CANAIS DE TRANSMISSÃO

Considerando uma economia fechada, Rolim e Kappes (2024) examinam os impactos da política monetária sobre a inflação, a distribuição de renda entre firmas e trabalhadores e o crescimento econômico. Primeiramente, os autores explicam quais preços a política monetária consegue influenciar por meio de mudanças nas taxas de juros. Partindo-se de uma taxonomia amplamente conhecida na literatura, podemos separar os setores da economia em *fix* e *flex*. Os setores *flex* correspondem aos mercados de *commodities*, caracterizados por bens padronizados e por uma oferta inelástica no curto prazo, cujos preços são determinados internacionalmente de acordo com a lei da oferta e da demanda e, por essa razão, são pouco sensíveis a variações nas taxas de juros. Os setores *fix*, por outro lado, correspondem aos mercados oligopolizados, nos quais as firmas fixam seus preços de acordo com uma regra de *markup*. Variações nas taxas de juros impactam tais preços via “*economic activity channel*” e “*cost-push channel*” (Rolim e Kappes, 2024, p. 7).

Para ilustrar, considere uma elevação da taxa de juros. O impacto negativo sobre o consumo e o investimento desaquece a atividade econômica (*economic activity channel*), aumentando a taxa de desemprego e diminuindo o poder de barganha dos trabalhadores. Com isso, nota-se uma redução da taxa de crescimento dos salários nominais, implicando em menores custos para as firmas e, por conseguinte, em uma menor taxa de inflação. Em contrapartida, a elevação da taxa de juros se traduz em um aumento dos custos financeiros das empresas (*cost-push channel*), que, para preservarem seus rendimentos, aumentam seus *markups*, exercendo, assim, uma pressão alista sobre a taxa de inflação. Portanto, o efeito geral da elevação da taxa de juros sobre a taxa de inflação é incerto (ao menos do ponto de vista teórico), dependendo da força relativa desses dois canais de transmissão.

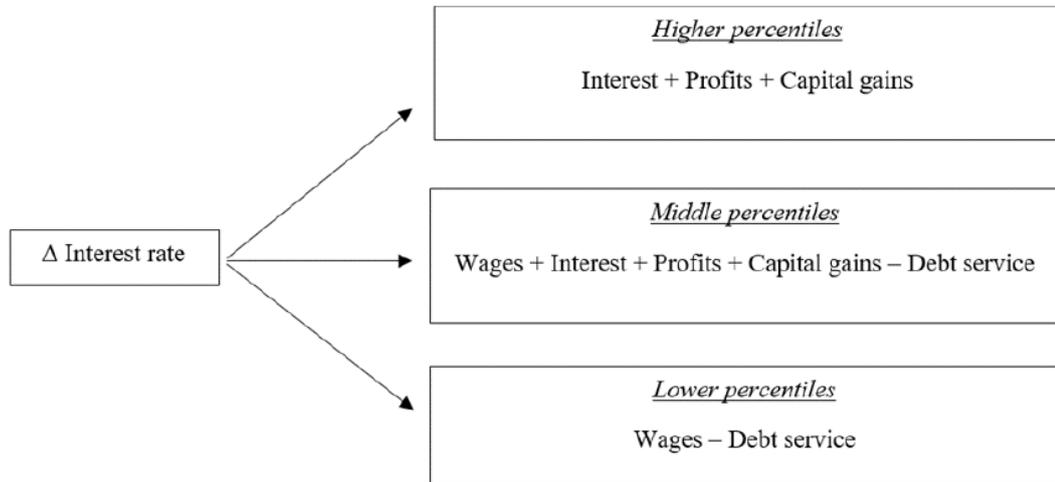
Em relação à distribuição de renda entre firmas e trabalhadores, Rolim e Kappes (2024, p. 8) dividem os efeitos da política monetária em dois canais: “*direct channel*” e “*indirect channel*”. O canal direto compreende o impacto imediato da política monetária sobre a demanda agregada, que pode ser subdividido em efeito riqueza, efeito renda e efeito custo<sup>29</sup>, ao passo que o canal indireto considera a relação entre a demanda agregada e os rendimentos do trabalho e do capital. Vale ressaltar que o efeito geral depende de como os agentes constituem seus portfólios, o que está diretamente ligado à posição que eles ocupam na distribuição de renda. Rolim e Kappes (2024, p. 11) elaboram, a partir de fatos estilizados, os portfólios dos agentes

---

<sup>29</sup> Na nomenclatura dos autores *asset prices*, *interest income* e *cost of debt*, respectivamente (Rolim e Kappes, 2024, p. 9).

conforme suas posições na distribuição de renda (percentis inferiores, intermediários e superiores) como indicado na Figura 1.

**Figura 1** – Representação dos portfólios dos agentes conforme a distribuição de renda



Fonte: Rolim e Kappes (2024, p. 11)

Por exemplo, uma redução da taxa de juros pode resultar em um aumento nos preços dos ativos<sup>30</sup>, gerando ganhos de capital para seus detentores (efeito riqueza). Além disso, a diminuição dos custos financeiros eleva os lucros das firmas, beneficiando os estratos sociais mais altos. Em compensação, uma redução da taxa de juros diminui os rendimentos dos ativos financeiros (efeito renda), prejudicando a posição dos mais ricos. É importante observar que o efeito geral é inconclusivo do ponto de vista teórico: trata-se de uma questão empírica. Ao mesmo tempo, a redução da taxa de juros implica em um menor serviço da dívida (efeito custo), melhorando a situação dos percentis inferiores. Apesar disso, Pressman (2024, p. 11) argumenta que: “[...] *expansionary monetary policy involves a trade-off between making those at the bottom better off in absolute terms (with more jobs and hours), and relative to those in the middle of the distribution, but at the expense of doing relatively worse compared to the rich*”.

No que tange ao crescimento econômico, o impacto da taxa de juros é transmitido predominantemente através da redistribuição de renda. Segundo Rolim e Kappes (2024, p. 13), as reações das empresas frente às variações na taxa de juros desempenham um papel crucial na trajetória da distribuição de renda e, conseqüentemente, do crescimento econômico.

<sup>30</sup> Pressman (2024, p. 7) aponta que uma diminuição na taxa de juros impacta positivamente os preços dos ativos, seja porque aumenta os lucros das firmas (devido aos menores custos financeiros), seja porque as firmas contraem empréstimos para recomprar ações e, assim, elevar o seu valor de mercado em linha com a estratégia de maximização do valor do acionista.

Implicitamente, os autores assumem que as empresas têm a palavra final no processo de negociação salarial. Desse modo, diante de um aumento na taxa de juros, as firmas tendem a elevar seus *markups*, resultando em uma redistribuição de renda em favor dos lucros. Uma porção desses lucros é designada para quitar os encargos financeiros (redistribuindo renda em direção aos credores), enquanto outra parcela é distribuída aos acionistas sob a forma de dividendos. O restante é mantido como lucros retidos pelas firmas. Em suma, “*the increase in the interest rate has a dual redistributive effect [...] it redistributes income from workers to firms and from firms to financial rentiers*” (Rolim e Kappes, 2024, p. 13). Compreender a dinâmica de acumulação de uma economia pressupõe um entendimento claro desse efeito redistributivo dual.

Para começar, vejamos como a redistribuição dos salários em direção aos lucros, devido a uma política monetária restritiva, impacta o consumo e o investimento, que são variáveis-chave dos ciclos econômicos. Quando a renda é transferida dos trabalhadores, que sabidamente têm uma maior propensão a consumir, para as firmas e os capitalistas, que claramente apresentam uma maior propensão a poupar, o consumo tende a ser afetado negativamente. Porém, quando a renda é transferida das empresas para os credores, tem-se um efeito positivo sobre o consumo, posto que os rentistas consomem parte dessa renda (embora com uma proporção marginal a consumir inferior à dos trabalhadores), compensando parcialmente a redução do consumo. Mesmo assim, o desaquecimento da demanda desestimula o investimento, à medida que o nível de vendas esperado se reduz. Além disso, o custo do capital mais elevado também representa um obstáculo às decisões de investimento. Todavia, a elevação da *profit-share* funciona como um incentivo para as firmas investirem. Assim, o efeito negativo inicial pode ser atenuado ou mesmo revertido, a depender do regime de demanda da economia<sup>31</sup>. Mais uma vez, não conseguimos dar uma resposta definitiva com base apenas na teoria, sendo necessária uma análise empírica.

### 2.5.3. UM *FRAMEWORK* ALTERNATIVO

Rossi (2023) aponta vários outros canais de transmissão que distorcem a distribuição de renda e riqueza. Constatando a necessidade de um *framework* alternativo ao RMI, o autor

---

<sup>31</sup> Rolim e Kappes (*ibid.*, p. 13) mostram que, se o efeito positivo da maior *profit-share* sobre o investimento superar o seu efeito negativo sobre o consumo, então a economia crescerá (*profit-led economy*). Por outro lado, se o crescimento do investimento não for capaz de compensar a diminuição do consumo, então a economia decrescerá (*wage-led economy*).

propõe que as decisões das autoridades monetárias devem ir além de uma abordagem baseada na Regra de Taylor e se pautar por uma preocupação legítima com a questão distributiva. Mesmo assim, o autor nega qualquer relação automática entre uma redução dos juros e uma atividade econômica mais dinâmica. Pelo contrário, tal relação depende da predisposição dos agentes a gastar, em linha com o princípio da demanda efetiva.

Nesta linha de argumentação, o autor escreve “[...] *central banks should consider that reducing the policy rates of interest cannot be enough to support economic activity if both banks and firms are unwilling to expand the volume of credit lines concerning GDP-based transactions*” (Rossi, 2023, p. 270). Em outras palavras, o autor observa que a expansão do crédito barato em direção a atividades não produtivas pode inflar os preços dos ativos reais e financeiros, causando uma enorme redistribuição de riqueza para os segmentos mais afluentes. Sobre este ponto, Rossi (*ibid.*, p. 270) defende que a redução das taxas de juros deveria se concentrar apenas nas linhas de crédito que os bancos destinam para as atividades produtivas, posto que tais atividades são geradoras de emprego e renda e, portanto, impactam positivamente a *wage-share*. Entretanto, ele alega que tal medida seria incapaz de promover a estabilidade financeira a nível sistêmico em um horizonte de mais longo prazo.

Para isso, Rossi (2023, p. 271) sugere a realização de uma ampla reforma monetária, que divida os registros bancários em dois departamentos: um responsável pelo registro das emissões monetárias e o outro pela abertura de linhas de crédito. O autor justifica que tal arranjo institucional impediria a formação de bolhas de crédito, posto que constrangeria a capacidade dos bancos comerciais de criar moeda para financiar atividades não produtivas. De fato, a concessão de empréstimos para fins especulativos ficaria limitada pela existência prévia de depósitos, enquanto as novas emissões monetárias estariam vinculadas ao financiamento de novas atividades produtivas, cujos efeitos sobre a economia real e sobre a distribuição de renda seriam virtuosos.

No mais, o autor afirma que os bancos que não se adaptassem à nova estrutura enfrentariam maiores taxas de juros no mercado interbancário e teriam suas reputações prejudicadas. Nesse sentido, tais bancos seriam pressionados a adotar o novo modelo proposto para permanecerem competitivos no mercado. Em conclusão, Rossi (2023, p. 271) pondera que a alternativa apresentada garantiria a estabilidade financeira a nível sistêmico, bem como incentivaria a atividade econômica e propiciaria uma distribuição de renda mais justa, posto que geraria emprego e renda e desestimularia o rentismo e a especulação.

#### 2.5.4. CRÍTICA INTERNA DE PRESSMAN AO PÓS-KEYNESIANISMO

Nesse contexto, Pressman (2024, p. 8-14) investiga parte da literatura empírica sobre os efeitos distributivos da política monetária. Após enumerar minuciosamente os problemas teóricos e as limitações de dados presentes em diversos estudos sobre o tema, o autor argumenta que os resultados são ambíguos, de modo que “*the impact of conventional monetary policy on inequality seems to be: ‘it depends’*” (*ibid.*, p. 10). As análises que abordam o impacto das políticas monetárias não convencionais (como *quantitative easing* e *forward guidance*) também fornecem resultados inconclusivos, segundo Pressman (2024, p. 10). Por fim, a relação entre a política monetária e a desigualdade de riqueza não parece clara à luz das evidências mais recentes. Assim, vale recordar que a magnitude do impacto da política monetária sobre as variáveis distributivas depende da força relativa dos seus canais de transmissão, o que tende a variar ao longo do tempo e conforme as especificidades de cada país.

Vale dizer que Pressman (2024, p. 11-14) apresenta uma crítica interna às alternativas de política monetária propostas por autores pós-keynesianos. Provavelmente, Pressman seria contrário à proposta apresentada por Rossi na subseção anterior. Além disso, O autor discorda da tese de Rochon e Seccareccia (2021, p. 13), segundo a qual uma diminuição da taxa de juros estaria associada a uma melhora na desigualdade. Pressman mostra que, de meados dos anos 1980 até 2021, a taxa de juros norte-americana se manteve em um patamar baixo. Apesar disso, o crescimento dos salários não acompanhou o crescimento da produtividade e houve um expressivo aumento da renda destinada aos 1% mais ricos, piorando a distribuição de renda nos Estados Unidos durante esse período<sup>32</sup>. Ademais, o autor questiona a adequação das regras alternativas de política monetária pós-keynesianas: Regra de Pasinetti, Regra de Kansas City e Regra de Smithin.

A Regra de Pasinetti, frequentemente chamada de taxa “justa” de Pasinetti, postula que a taxa de juros estabelecida pelo banco central deve ser igual à soma da taxa de inflação e do crescimento da produtividade. Contudo, Pressman (2024, p. 12) afirma que tal regra está longe de ser justa, à medida que ela congela a estrutura da distribuição de renda entre lucros e salários, mantendo assim o *status quo*. A Regra de Kansas City propõe fixar a taxa de juros nominal em um patamar nulo, deixando a estabilização da economia totalmente a cargo da política fiscal,

---

<sup>32</sup> Acreditamos que o menor crescimento dos salários possa ser explicado, ao menos parcialmente, pela mudança nas formas de organização das grandes corporações (*offshoring* e *outsourcing*) no âmbito das cadeias globais de suprimentos, juntamente com o enfraquecimento da legislação trabalhista e a desestruturação dos sindicatos.

sabidamente mais morosa, posto que sujeita aos trâmites legais-burocráticos e ao tempo político (que raramente coincide com o tempo econômico).

Dessa maneira, diante de um choque inflacionário que exige respostas rápidas, a política fiscal pouco pode fazer. No mais, a depender da conjuntura política e da correlação de forças, variações nos gastos do governo ou na arrecadação de tributos podem se tornar inviáveis de um ponto de vista prático, tornando a política fiscal altamente ineficaz para lidar com a inflação (Pressman, 2024, p. 13). Logo, a política monetária deve ser empregada para controlar a inflação enquanto não houver alternativas viáveis. O autor (*ibid*, p. 13) conclui escrevendo que: “*without monetary policy, we have few policy options other than letting ‘the market’ deal with inflation, which means not dealing with the problem at all [...] this is not a good policy given that it seems inflation hurts poor families most*”.

A Regra de Smithin sugere que o banco central defina a taxa de juros nominal igual à taxa de inflação, obtendo uma taxa de juros real nula. Em contraste com a Regra de Kansas City, que mantém a taxa de juros nominal em zero indefinidamente, a Regra de Smithin prevê que o banco central reajuste continuamente a taxa nominal de juros de acordo com as flutuações do nível geral de preços. No entanto, alguns problemas de natureza prática se colocam. Se a economia estiver passando por um período de deflação, então a autoridade monetária deveria fixar a taxa de juros nominal em um patamar negativo, esbarrando no problema do *zero lower bound*. Por outro lado, em caso de aceleração inflacionária, a taxa de juros nominal determinada pela autoridade monetária poderia atingir patamares elevados, provocando uma recessão e agravando a situação das famílias endividadas, destacadamente as de baixa renda e de classe média.

Em suma, Pressman (2024, p. 15) alega que a política monetária é incapaz de impactar variáveis distributivas relevantes, tais como o poder de monopólio das firmas, o grau de proteção do trabalhador e outras estruturas do *supply-side* da economia. O autor evoca Tinbergen (1952) para corroborar o seu ponto, argumentando que a política monetária não deve buscar reduzir a desigualdade, uma vez que ela já possui dois objetivos (garantir a estabilidade inflacionária e garantir o bom funcionamento do sistema financeiro) e dois instrumentos (definir a taxa de juros básica da economia e definir as regulações sobre o setor bancário). Portanto, Pressman (2024, p. 15) defende que a política fiscal deve perseguir uma distribuição de renda e riqueza mais justa, notadamente por meio de um sistema tributário progressivo, com maiores impostos sobre os rendimentos das grandes empresas e sobre as heranças das famílias mais ricas.

## 2.6. O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO É COMPATÍVEL COM A TEORIA PÓS-KEYNESIANA?

A pergunta que inspira esta seção é: “*can, or should, a central bank inflation target?*” (Davidson, 2006). Em primeiro lugar, o autor (*ibid.*, p. 694) diferencia duas classes de inflação: *commodity inflation* e *incomes inflation*. A primeira está relacionada a desequilíbrios entre oferta e demanda nos mercados à vista (*spot markets*), que não podem ser compensados pelos estoques de mercadorias preexistentes. Por exemplo, um aumento inesperado da demanda (ou uma queda imprevista da oferta) inviabiliza o equilíbrio de mercado, uma vez que a oferta dessas mercadorias (geralmente padronizadas) é inelástica no curto prazo. Como a produção leva tempo para ocorrer, uma maior demanda por entrega imediata tende a exercer uma pressão altista sobre os preços. À medida que a oferta se recompõe, a inflação tende a se arrefecer e, por isso, a *commodity inflation* tende a ser um fenômeno temporário. Portanto, a solução para esse problema seria simples: uma política de estoques reguladores. Davidson (2006, p. 695) explica: “*a buffer stock is nothing more than some commodity shelf-inventory that can be moved into and out of the spot market to buffer the market from disruptions by offsetting the unforeseen changes in spot demand or supply*”.

A segunda está vinculada ao comportamento dos preços nos mercados a prazo (*forward markets*), cuja dinâmica é determinante para a continuidade (ou não) do processo inflacionário. Em geral, a escalada de preços nesses mercados é motivada pela ocorrência de choques exógenos (*e.g.*, a elevação abrupta dos preços do petróleo, a deflagração de uma pandemia ou a eclosão de uma guerra) ou simplesmente pelo fato dos trabalhadores desejarem receber um salário maior do que os capitalistas estão dispostos a pagar. Com efeito, a *incomes inflation* continuará sua trajetória ascendente até que o conflito distributivo seja acomodado. A fim de impedir que a espiral preços-salários saia do controle, Davidson (2006, p. 698) sugere uma política de rendimentos, que limite o crescimento dos salários e dos lucros ao aumento da produtividade do trabalho. Nesta altura do texto, é possível que o leitor esteja se perguntando: por que o autor não recomenda a adoção de uma política monetária convencional para perseguir uma determinada meta de inflação?

A principal razão reside no fato de que as variáveis sob o controle do banco central, como as taxas de juros e as reservas compulsórias, têm um impacto limitado sobre o conflito distributivo e, portanto, possuem pouca eficácia em controlar a *incomes inflation*. Apesar disso, a política monetária convencional continua a ser amplamente utilizada por muitos países dentro do Regime de Metas de Inflação, mantendo-se como o principal paradigma na literatura sobre

bancos centrais. O que está por trás do aparente sucesso dessa abordagem? A resposta de Davidson (2006, p. 700) é categórica: o medo. Na verdade, o autor chama a política monetária convencional de “*incomes policy of fear*” (*ibid.*, p. 701), posto que ela busca manter a inflação sob controle por meio de elevações da taxa de juros básica, desacelerando a atividade econômica, reduzindo o nível de renda e aumentando a taxa de desemprego. Nessa perspectiva, a “*incomes policy of fear*” é capaz de controlar a inflação ao instilar nas pessoas o medo do desemprego e da queda dos rendimentos. Nas palavras do próprio Davidson (*ibid.*, p. 700):

*If an independent central bank adamantly refuses to increase the money supply sufficiently to finance inflationary income demands of owners of domestic factors of production, then the resultant slack demand in the marketplace will discipline all workers and firms with the fear of loss of sales and income. The hope is that this fear will keep wage and price increases in check. To make this fear credible, a central bank doing inflationary targeting must institute a restrictive monetary policy so that all firms and workers feel threatened.*

Por fim, a alternativa proposta pelo autor se apoia em uma *tax-based incomes policy* (TIP), que consistiria no uso da estrutura tributária sobre a renda empresarial para penalizar as firmas que concedessem aumentos salariais superiores aos ganhos de produtividade. Para facilitar, Davidson (2006, p. 702) faz uma analogia com multas por excesso de velocidade: “*if one exceeds the speed limit – which is always in place – one pays a speeding fine [...] governments never pay good drivers for not exceeding the speed limit*”. Todavia, uma lacuna na argumentação do autor é que ele considera que os *markups* das firmas tendem a ser estáveis no longo prazo, o que carece de validação empírica. Nesse sentido, entendemos que uma TIP mais apropriada também deveria penalizar as firmas que elevassem demasiadamente suas margens de lucro. Na verdade, toda e qualquer proposta séria de política de rendimentos deve definir claramente como os ganhos de produtividade serão distribuídos entre os trabalhadores e as empresas, seguindo uma proporção que seja socialmente justa.

Em síntese, o autor (*ibid.*, p. 702) enumera duas condições imprescindíveis para o sucesso da TIP: primeiro, a necessidade de ser uma instituição política permanente; segundo, a importância de ser um sistema tributário que se baseie em penalidades, em vez de recompensas (subsídios). Dessa forma, Davidson alega que é viável conter a inflação sem que os agentes sintam medo em relação a possíveis cortes em seus rendimentos.

Enquanto Davidson (2006) não considera o Regime de Metas de Inflação compatível com a teoria pós-keynesiana, outros autores heterodoxos, como Lima e Setterfield (2008), demonstram que essas duas abordagens podem ser conciliadas sob certas condições. A principal tese destes autores é de que, em uma economia com características pós-keynesianas, os

*policymakers* podem definir e alcançar uma meta de inflação sem prejudicar a economia real, desde que adotem um *mix* adequado de políticas fiscal, monetária e de rendimentos. Destaca-se que uma condução míope da política monetária, com o foco exclusivamente voltado para o controle inflacionário, tem consequências adversas para a estabilidade econômica. Da mesma maneira, se a autoridade política eleita perseguir uma política liberalizante de flexibilização do mercado de trabalho, voltada a diminuir a taxa natural de desemprego, então o regime de metas de inflação se torna incompatível com a estrutura subjacente da economia. Com isso em mente, Lima e Setterfield (*ibid.*, p. 455-456) concluem que “[...] *the more orthodox the policy blend becomes in a Post Keynesian economy, the more adverse are the consequences for both macroeconomic stability and the viability of inflation targeting*”.

## 2.7. MODELOS AGENT-BASED: UMA ALTERNATIVA METODOLÓGICA AOS MODELOS DSGE

Vimos que Rossi (2023) propõe um *framework* alternativo para a condução da política monetária. Além disso, contemplamos os diferentes pontos de vista entre Davidson (2006) e Lima e Setterfield (2008) quanto à compatibilidade do RMI em uma economia com características pós-keynesianas. Todavia, poucos seriam os autores pós-keynesianos que discordariam sobre a inadequação dos modelos DSGE, que fazem parte do *core* do RMI, em descrever a complexa dinâmica econômica do mundo real. Repensar o RMI requer não apenas uma mudança na abordagem teórica, mas também uma reformulação metodológica, rejeitando-se os modelos DSGE. Nesse espírito, Fagiolo e Roventini (2016)<sup>33</sup> apresentam um *framework* alternativo voltado especificamente ao campo metodológico, que possibilita a construção de modelos micro-macro mais realistas, pois incorpora relações não-lineares entre agentes heterogêneos e com racionalidade limitada.

Antes da Grande Crise Financeira, os economistas do *mainstream* estavam confiantes de que a política monetária estava se consolidando como uma verdadeira ciência: “[...] *the practice of monetary policy reflects the application of a core set of “scientific” principles*” (Mishkin, 2007, p. 81). Contudo, a Grande Recessão trouxe à tona as fragilidades do arcabouço teórico do NCM, evidenciando principalmente as limitações dos modelos DSGE, que falharam em prever a crise financeira. Conforme destacam Fagiolo e Roventini (*ibid.*, p. 2), com base em

---

<sup>33</sup> Apesar destes autores não pertencerem à escola pós-keynesiana, mas sim à tradição evolucionária ou neoschumpeteriana, as hipóteses adotadas em seus modelos, como veremos a seguir, são compartilhadas em grande medida pelos economistas pós-keynesianos.

Krugman (2011): “[...] *not only orthodox macroeconomists did not forecast the crisis, but they did not even admit the possibility of such event and, even worse, they did not provide any useful advice to policy makers to put back the economy on a steady growth path*”.

As principais críticas feitas aos modelos DSGE se destinam aos pressupostos irrealistas de equilíbrio, agentes representativos e racionalidade perfeita, que simplificam demasiadamente a complexidade econômica. Vale dizer que Fagiolo e Rovetini (2016, p. 6-7) julgam a inconsistência empírica dos modelos DSGE, destacando problemas de identificação, estimação e avaliação. Em resposta ao desempenho pífio desse ferramental analítico, os teóricos do *mainstream* se esforçaram para introduzir mudanças em seus modelos a fim de torná-los mais realistas, tais como fricções financeiras, agentes heterogêneos e racionalidade limitada. No entanto, as suposições mais elementares desses modelos (*e.g.*, as noções de equilíbrio e de agentes maximizadores) permaneceram inalteradas. Se o ponto de partida é o mesmo, então não há porque acreditar que as conclusões sejam substancialmente diferentes. Fagiolo e Roventini (*ibid.*, p. 22) concluem:

*We think that these new developments are welcome but they only patch clothes that are not possible to mend. Indeed, the intrinsic difficulties of DSGE models are so hard to solve within the straight jacket of the neoclassical paradigm (rationality, equilibrium, etc.) that a different research avenue, grounded on complexity science is more fruitful.*

O novo paradigma defendido pelos autores recebe o nome de *Agent-Based Computational Economics* (ACE). Tal abordagem “[...] *consider the economy as a complex evolving system, i.e. as an ecology populated by heterogeneous agents, whose far-from-equilibrium interactions continuously change the structure of the system*” (Fagiolo e Roventini, 2016, p. 2). Trata-se de uma alternativa especialmente interessante aos modelos DSGE, posto que se baseia em hipóteses muito mais aderentes aos fatos da realidade. Enquanto os modelos DSGE frequentemente ignoram questões cruciais como a distribuição de renda e o risco de *default*, os modelos baseados em agentes fornecem “*an exceptional laboratory to design policies and to test their effects on macroeconomic dynamics*” (*ibid.*, p. 2), integrando a incerteza *knightiana* e a possibilidade de choques endógenos, como as bolhas de ativos, que são fundamentais para entender as flutuações econômicas e as crises, conforme nos ensina Minsky (1986).

A realização de experimentos de políticas econômicas a partir do universo ACE tem várias vantagens: (i) hipóteses comportamentais fundamentadas em evidências empíricas; (ii) extrema flexibilidade de modelagem; (iii) ótimo ajuste desses modelos aos dados empíricos;

(iv) facilidade de empreender exercícios de validação empírica; (v) possibilidade de conduzir praticamente infinitos experimentos; (vi) impacto positivo de modelos mais realistas e baseados em algoritmos sobre os formuladores de políticas econômicas, em contraste com os obscuros e pouco intuitivos modelos neoclássicos matematizados (Fagiolo e Roventini, 2016, p. 22). Enfim, se os modelos baseados em agentes substituirão, de fato, os modelos DSGE, só o tempo dirá. De todo modo, trata-se de uma alternativa promissora, cuja literatura cresce a cada ano, com aplicações nas mais diversas áreas e que preenche lacunas que os modelos DSGE, por sua própria natureza, são incapazes de preencher.

## 2.8. CONCLUSÃO

No primeiro capítulo, focamos na história do pensamento econômico. No presente capítulo, exploramos temas de teoria econômica. Estudamos a Regra de Taylor e sua relação com a abordagem wickselliana de fundos emprestáveis. Vimos diferentes interpretações sobre a Curva de Phillips e a NAIRU. Jogamos luz sobre um tópico muitas vezes negligenciado: os efeitos distributivos da política monetária. Examinamos a compatibilidade do Regime de Metas de Inflação em uma economia com características pós-keynesianas. Por fim, discutimos a possibilidade dos modelos baseados em agentes substituírem os modelos de equilíbrio geral dinâmico estocástico.

O aprofundamento teórico realizado aqui prepara o terreno para o próximo capítulo, em que buscaremos compreender como os grandes eventos econômicos recentes afetaram a teoria convencional. A hipótese que levantamos é de que, durante os períodos de crise, o arcabouço ortodoxo tende a se aproximar da teoria pós-keynesiana, mas que, uma vez passado o tormento, as mesmas velhas ideias se recolocam (ainda que com novas roupagens). Mais especificamente, debruçar-nos-emos sobre os efeitos da Grande Crise Financeira e da corona-crise na dimensão teórica e metodológica do Novo Consenso Macroeconômico, além das suas repercussões em termos de política econômica.

### 3. “NOVO” NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO: MUDANÇAS OU MAIS DO MESMO?

#### 3.1. INTRODUÇÃO

O objetivo do presente capítulo é entender como os acontecimentos mais recentes impactaram a maneira de fazer política monetária dos bancos centrais. Buscaremos entender se as mudanças após a Grande Crise Financeira e a pandemia do novo coronavírus foram apenas de natureza prática-operacional ou também de natureza teórica-epistemológica. No final das contas, tentaremos responder à pergunta que dá nome a este trabalho: crises têm aproximado o Novo Consenso Macroeconômico da teoria pós-keynesiana?

#### 3.2. REVISÃO DO NOVO CONSENSO MACROECONÔMICA PÓS-CRISE

A Grande Crise Financeira (GCF) colocou em xeque a capacidade explicativa do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), dado que o seu arcabouço teórico e os seus modelos ultrassofisticados se mostraram incapazes de prever a crise que se aproximava. O NCM se modificou para incorporar mais realismo em sua estrutura teórica e analítica. Blanchard et al. (2010, p. 7) reconhecem que *“the behavior of inflation is much more complex than is assumed in our simple models and that we understand the relationship between activity and inflation quite poorly, especially at low rates of inflation”*.

Os autores abordam a questão de qual índice explicaria mais apropriadamente as variações no nível geral de preços: a inflação global ou a inflação de núcleo. A constatação de que aumentos dos preços nos setores imobiliário e de energia são importantes pesam contra a inflação de núcleo. Por outro lado, pesa a favor da inflação de núcleo o fato dela ser um índice compatível com a rigidez de preços da economia. Uma coisa é certa: depender de um só índice para monitorar a inflação não parece boa ideia. Como Blanchard et al. (2010, p. 7) pontuam: *“[...] no single index will do the trick”*. Mesmo se o produto e a inflação forem estáveis, o comportamento dos preços de alguns ativos e do crédito agregado pode ser indesejável (como no caso de uma bolha especulativa, que eleva o valor dos ativos muito acima dos seus fundamentos) e levar a desequilíbrios macroeconômicos.

Ademais, Blanchard et al. (2010, p. 8) reconhecem que uma meta de inflação muito baixa, normalmente acompanhada por uma taxa de juros nominal também baixa, pode reduzir a eficácia da política monetária em caso de crises econômicas, dado que se cai muito facilmente

em uma situação de armadilha da liquidez. A existência de um limite inferior para a taxa de juros nominal (*zero lower bound*) limita a atuação da autoridade monetária, que se vê impedida de realizar uma política monetária expansionista para recuperar a atividade econômica em tempos de recessão. Desse modo, alguns economistas (*ibid.*, p. 11) passaram a defender uma meta de inflação mais elevada (cerca de 4% por ano), criando maior espaço para a política monetária influenciar a economia no curto prazo.

Porém, Blanchard et al. (2010, p. 11) argumentam que alguns custos estão associados a uma maior meta de inflação, posto que esta gera distorções sobre as variáveis econômicas. De Paula e Saraiva (2016, p. 8) resumem as principais distorções: i) maior dificuldade em ancorar as expectativas a uma inflação de 4% ao ano; ii) maior volatilidade da inflação devido a um sistema tributário que não é neutro em relação à inflação; iii) impactos sobre os saldos monetários reais; e iv) mudanças estruturais na economia.

Por fim, ressalta-se o uso de mecanismos não convencionais de política monetária, que se dividem em políticas de crédito, políticas de quase débito e políticas de comunicação e transparência. As primeiras foram voltadas à provisão de liquidez para as instituições depositárias por meio de crédito de curto prazo (operações de redesconto), em consonância com o papel de prestador de última instância do banco central. A atuação da autoridade monetária se estendeu para as instituições financeiras não depositárias (*shadow banking*) de maneira inédita, intervindo diretamente (com compras) ou indiretamente (através da aceitação de ativos como colaterais) em diversos mercados de ativos (Blanchard et al., 2010, p. 14).

As segundas foram baseadas em dois programas, *Large-Scale Asset Purchase Programs* (LSAP) e *Maturity Extension Program* (MEP), com a finalidade de estimular o crescimento econômico ao reduzir o prêmio de risco e a taxa de juros de longo prazo (Saraiva et al., 2017, p. 8). Em suma, embora o foco principal da política monetária tenha permanecido o mesmo, nomeadamente, a preocupação com a estabilidade de preços e a independência do banco central, admitiu-se o uso de medidas exóticas de afrouxamento monetário ou *quantitative easing*, com o objetivo de incentivar a atividade econômica em períodos excepcionais.

As terceiras ficaram conhecidas como medidas de orientação futura e podem ser definidas da seguinte forma: “*forward guidance – or “open mouth operations”* (Guthrie and Wright, 2000) – *is communication about how monetary policymakers expect the economy and policy to evolve*” (Bernanke, 2020, p. 15). Basicamente, ao comunicar claramente as suas intenções, o comitê de política monetária almeja fazer as expectativas dos agentes convergirem. A comunicação do banco central pode ser: i) meramente informativa, com o objetivo de ajudar o público e os participantes do mercado a entender as perspectivas econômicas dos

*policymakers* e, conseqüentemente, as suas medidas de política econômica; e ii) uma promessa ou comprometimento de conduzir a política econômica de uma forma específica por um dado período de tempo (*ibid.*, p. 16). Com efeito, a credibilidade da autoridade monetária é crucial para a efetividade do *forward guidance*. Bernanke (2020, p. 21) aponta: “*improving policy and communications frameworks to incorporate more systematic forward guidance at the lower bound should be a high priority for central banks*”. Na verdade, a tese do autor é de que as políticas monetárias não convencionais devem ser incorporadas à “caixa de ferramentas” dos bancos centrais permanentemente.

A GCF mostrou por que a política fiscal é um instrumento macroeconômico da mais alta importância. Duas razões corroboram esse ponto de vista, conforme Blanchard et al. (2010, p. 9): i) uma vez que as políticas monetárias convencionais e não convencionais já tinham alcançado os seus limites, a política fiscal era a única opção disponível para as autoridades políticas estimularem a atividade econômica. Em casos de armadilha da liquidez, a política fiscal alcança sua máxima eficiência; ii) a percepção de uma recessão duradoura torna possível que os efeitos da política fiscal se manifestem completamente, afastando o problema de *lags* entre a formulação, a implementação e os resultados da política. Nesse sentido, o autor se posiciona a favor de uma política fiscal contracíclica, que crie um maior espaço fiscal em épocas de prosperidade para aumentar os gastos públicos quando a crise estiver se aproximando. Ainda assim, recomenda-se a manutenção de um claro comprometimento com a diminuição da razão dívida/PIB no médio prazo e com o cumprimento de regras fiscais (que contenham válvulas de escape para momentos de recessão).

Por último, há o reconhecimento de que a intermediação financeira importa (Blanchard et al., 2010, p. 8), posto que os mercados financeiros são demasiadamente sensíveis às decisões de portfólio dos agentes, especialmente dos investidores institucionais, de modo que quaisquer mudanças nestas podem levar a variações significativas nos preços dos ativos. A alavancagem financeira para fins de especulação e as inovações financeiras (*e.g.* securitização) podem resultar na formação de uma *asset price bubble*, elevando significativamente o risco sistêmico e provocando uma recessão dramática. Com efeito, as repercussões macroeconômicas dos preços dos ativos não podem ser ignoradas, de modo que a necessidade de regulação e supervisão dos mercados financeiros se coloca prementemente.

Antes da GCF, notava-se uma prevalência das medidas microprudenciais, voltadas à regulação do capital bancário, de modo a contrarrestar o risco moral gerado pelo seguro de depósito e a evitar a assunção de posições de elevado risco e de más práticas ao nível de cada instituição. No entanto, Eichengreen et al. (2011, p. 5) apontam que: “*the global financial crisis*

*shook confidence in microprudential tools of regulation as the primary instrument for ensuring financial stability*”. A partir de então, tem-se dado maior atenção às medidas macroprudenciais, que consideram a interrelação entre as diferentes instituições do mercado financeiro. A implementação dessas medidas é justificada porque *“although some institutions may be operating individually in a prudent way, they are susceptible to the risks generated by other institutions due to externalities and characteristics inherent in the financial market”* (De Paula e Saraiva, 2016, p. 12). É possível apresentar alguns exemplos de políticas macroprudenciais:

*If leverage appears excessive, regulatory capital ratios can be increased; if liquidity appears too low, regulatory liquidity ratios can be introduced and, if needed, increased; to dampen housing prices, loan-to-value ratios can be decreased; to limit stock price increases, margin requirements can be increased.* (Blanchard et al., 2010, p. 11-12).

Ainda de acordo com Blanchard et al. (*ibid.*, p. 12), as políticas financeira e monetária deveriam ser coordenadas (apesar da subordinação da primeira em relação à segunda), ambas pelos bancos centrais, a fim de garantir a estabilidade macroeconômica. Essa articulação entre as políticas financeira e monetária possibilitaria abordar especificamente problemas de composição do produto, de financiamento e de preço dos ativos, ao passo que a política de taxa de juros não seria endereçada a cada problema de maneira particular, mas sim à atividade agregada e à inflação de maneira geral.

Apesar da revisão de alguns dos seus conceitos fundamentais, as conclusões da teoria ortodoxa não se alteraram radicalmente. Na verdade, como argumenta Palley (2013, p. 193), a mudança do NCM manteve as coisas essencialmente iguais. Um exemplo disso é a revisão da teoria ortodoxa feita por Mishkin (2011). O autor reconhece que a GCF impôs a necessidade de alguns pequenos ajustes na teoria macroeconômica convencional: i) o setor financeiro desempenha um papel relevante sobre a economia e pode gerar não-linearidades; ii) uma estrutura de gerenciamento dos riscos macroeconômicos importa; iii) a política monetária deve intervir para conter bolhas de créditos, mas não bolhas de preços dos ativos *per se*; iv) as interações entre o sistema financeiro e a economia real implicam em uma relação íntima entre as políticas monetária e financeira. Não obstante, Mishkin (2011, p. 31) afirma que: *“none of the lessons from the financial crisis in any way undermines or invalidates the nine basic principles of the science of monetary policy developed before the crisis”*. A conclusão do autor é de que *“much of the science of monetary policy remains intact”* (*ibid.*, p. 47).

### 3.3. MUDANÇAS METODOLÓGICAS NOS MODELOS DE EQUILÍBRIO GERAL

No que tange à discussão metodológica, Stiglitz (2018) faz uma crítica contundente à incapacidade dos modelos de equilíbrio geral em prever a GCF, por basearem-se em pressupostos inconsistentes com a realidade, como as hipóteses de mercado eficiente, agentes representativos e expectativas racionais. Embora reconheçam as falhas desses modelos no período pré-crise, Christiano et al. (2018) argumentam que a evolução dos modelos passou a captar melhor a complexidade da economia ao incorporar fricções financeiras (como o risco de rolagem de dívida no *shadow banking* e a dinâmica do mercado imobiliário) e agentes heterogêneos, além de permitir cenários em que a taxa de juros atinge seu limite inferior, com o banco central respondendo através de políticas monetárias não convencionais, como o *quantitative easing* e o *forward guidance*. Dessa forma, na visão de Christiano et al. (2018), as mudanças introduzidas após a GCF resultaram em modelos mais realistas e adequados para a análise macroeconômica e para o processo de tomada de decisão política.

A despeito dessas mudanças, pode-se concluir que o núcleo duro da teoria convencional permaneceu essencialmente inalterado. Questões como o conflito distributivo, a racionalidade limitada e o jogo de interesses políticos continuam em segundo plano e pouco são levadas em conta nos modelos macroeconômicos dos bancos centrais, os quais permanecem, via de regra, baseados em uma estrutura clássica de três equações. Tampouco houve uma evolução da política monetária no sentido de endereçar o pleno emprego ou uma distribuição de renda mais justa (como propõem os pós-keynesianos). A obsessão com a estabilidade de preços segue inabalável e o Regime de Metas de Inflação ainda é o suprassumo da política monetária. Especialmente no Brasil, as decisões do banco central parecem fortemente influenciadas por uma elite financeira birrenta e mal acostumada a taxas de juros altíssimas, o que levanta a dúvida de até que ponto o banco central é realmente independente<sup>34</sup>.

Concluimos que as mudanças no *mainstream* da profissão após a GCF foram mais de natureza prática-política do que teórica-metodológica. Mesmo nessa dimensão, a aparente flexibilização do saber convencional foi circunscrita no tempo, tendo em vista que, ao primeiro sinal de recuperação, diversos países reviveram suas agendas de consolidação fiscal em nome da assim chamada sustentabilidade da dívida pública. A seguir, vamos examinar como a pandemia do novo coronavírus desafiou a lógica interna da escola de pensamento econômico

---

<sup>34</sup> Erber (2010) escreve sobre esse tema sob o enfoque da economia política.

dominante e como seus principais proponentes se esforçaram para manter o *status quo* em uma verdadeira arte da manutenção do paradigma (Storm, 2024).

#### 3.4. POLÍTICA MONETÁRIA NO CONTEXTO DA PANDEMIA DE COVID-19

Desde o fim da GCF até os meses que antecederam a pandemia, as economias avançadas se acostumaram a um cenário de inflação persistentemente baixa e de juros próximos a zero. Em razão disso, programas de estímulo baseados na compra de ativos pelos bancos centrais (*quantitative easing*) continuaram em vigor mesmo após os efeitos da Grande Recessão terem se dissipado. Tome como exemplo o caso do *Fed*, que iniciou a redução do seu balanço somente em 2017, após a retomada do ciclo de alta dos juros, o que criou espaço de manobra para a autoridade monetária responder de forma mais eficaz a futuras recessões (English, Forbes e Ubide, 2021, p. 20). No entanto, a margem para a política monetária ainda era muito estreita, com os juros dos *Fed Funds* em 1,5% ao ano antes da declaração de pandemia pela OMS em março de 2020. Nesse contexto, a atuação do banco central norte-americano foi rápida e, já em abril, os juros retornaram ao seu limite inferior. Era preciso, portanto, que o *Fed* lançasse mão de outros instrumentos para estimular a economia real e estabilizar os mercados financeiros.

Embora houvesse consenso de que as políticas fiscal e de saúde seriam essenciais no combate à pandemia e na promoção da recuperação da economia, a política monetária desempenhou um papel crucial à medida que os mercados congelaram e a atividade econômica foi paralisada (English, Forbes e Ubide, 2021, p. 3). Experiências anteriores, especialmente a GCF, ensinaram às autoridades políticas os riscos de uma resposta lenta ou pouco incisiva. Assim, os bancos centrais adotaram uma abordagem “*whatever it takes*” para estabilizar os mercados financeiros, utilizando amplamente instrumentos desenvolvidos na GCF e criando novos mecanismos para lidar com os desafios específicos impostos pela pandemia. Os autores dividem esses instrumentos de política monetária em quatro categorias principais: i) cortes de juros e *forward guidance*; ii) *quantitative easing*; iii) provisão de liquidez e suporte ao crédito; e iv) flexibilização regulatória.

Em contraste com a abordagem mais gradualista observada na GCF, a resposta monetária à pandemia foi mais urgente, com os juros sendo rapidamente reduzidos ao limite inferior. Como destacam os autores (*ibid.*, p. 8), as autoridades monetárias, especialmente nas economias avançadas, adotaram a seguinte lógica: “*cut fast to the effective lower bound (ELB) and supplement this with state-contingent forward guidance*”. A orientação futura também ganhou novos contornos. O *Bank of Canada* (BoC) e o *Reserve Bank of Australia* (RBA), por

exemplo, sugeriram que não pretendiam alterar suas políticas antes de 2023 e 2024, respectivamente. Definir um prazo baseado no ano-calendário contribuiria para a formação de expectativas claras entre os agentes. O RBA foi além, atuando sobre toda a estrutura a termo dos juros via aquisição de títulos públicos de longo prazo. Portanto, a resposta à pandemia se destacou pela postura mais agressiva dos bancos centrais e pela adoção de uma estratégia de comunicação mais eficaz.

No que diz respeito ao *quantitative easing*, a velocidade e o volume de ativos adquiridos pelos bancos centrais durante a pandemia foram substancialmente maiores do que durante a GCF. O escopo desses programas também foi ampliado para incorporar ativos subnacionais e ativos privados (e.g., títulos corporativos). O caso japonês é um ponto fora da curva, com o *Bank of Japan* (BoJ) sendo o único a comprar ações por meio de fundos negociados em bolsa. Nesse sentido, Borio (2021, p. 313) observa que os bancos centrais não apenas cumpriram sua função clássica de prestador de última instância, mas atuaram também como compradores de última instância para estabilizar os mercados financeiros.

Compreendemos que o crédito é a base de qualquer economia capitalista moderna. Porém, em um contexto de crise, é comum que o apetite ao risco dos bancos diminua e que as linhas de crédito sequem. As pequenas e médias empresas, cujo acesso ao mercado de capitais é limitado, dependem fortemente do sistema bancário para continuarem operando. Assim, a intervenção dos bancos centrais provendo liquidez e estimulando instituições bancárias e não bancárias (*shadow banking*) a concederem empréstimos foi fundamental “*to help ensure that viable companies could obtain the credit they needed to withstand the pandemic and restart growth once it ebbed*” (English, Forbes e Ubide, 2021, p. 9). Para Borio (2021, p. 315), os bancos centrais abriram novos caminhos conforme “*they went one step further relative to the past, seeking to cover ‘the last mile’ to reach businesses directly, including small and medium-sized enterprise*”. Vale a pena dedicar um espaço para entender as medidas implementadas pelas autoridades monetárias.

Uma dessas medidas consistiu na compra de ativos privados (*commercial papers* e *corporate bonds*). Além disso, English, Forbes e Ubide (2021, p. 10) apontam que “[...] *some central banks purchased shares of bank loans to businesses (the Fed’s Main Street Lending Program) or extended loans in foreign currency (e.g. the Riksbank and the BoJ)*”. Interessante notar que os bancos centrais, ao incorporarem esses ativos em seus balanços, assumem riscos anteriormente atribuídos a outros agentes do mercado. Também vale destacar que alguns bancos centrais concederam *funding* a baixíssimo custo para instituições financeiras que ofertassem crédito a pequenas e médias empresas. Por fim, para que o crédito seguisse fluindo, governos

de alguns países lançaram mão de programas de garantias de empréstimos. Basicamente, o governo se comprometia a pagar parcial ou integralmente empréstimos bancários destinados a firmas e famílias que, porventura, se tornassem inadimplentes. Os bancos ajudaram a absorver o choque, em vez de amplificá-lo; foram parte da solução, em vez de parte do problema (Borio, 2021, p. 315).

Ademais, os bancos centrais promoveram uma flexibilização regulatória em duas frentes. A primeira consistiu na suavização dos requisitos de capital e liquidez, permitindo que os bancos operassem temporariamente abaixo dos níveis exigidos por Basileia III, na suspensão de algumas restrições à alavancagem e, em alguns casos, na restrição à distribuição de dividendos (English, Forbes e Ubide, 2021, p. 11). A segunda permitiu maior tolerância na avaliação de ativos e empréstimos, suavizando as exigências de colaterais e autorizando que os bancos atribuíssem menor risco a determinadas operações. Também foi dada maior liberdade aos bancos para lidar com empréstimos inadimplentes. As autoridades regulatórias, aliás, incentivaram os bancos a renegociar dívidas e conceder moratória às firmas e famílias afetadas pela pandemia, sobretudo as de baixa renda.

Finalmente, deve-se salientar a importância da política fiscal para amortecer os impactos de uma crise sanitária de escala global. Governos ao redor do mundo não mediram esforços e destinaram recursos significativos sob a forma de transferências diretas a famílias de baixa renda e linhas de crédito para pequenas e médias empresas. Não se observou, durante a pandemia, críticas aos pacotes de gastos dos governos. Como sempre, em tempos de crise, até o mais ferrenho dos ortodoxos se torna keynesiano. Mas foi só a recessão passar e a inflação voltar a acelerar para que os economistas do *mainstream* acusassem os governos de irresponsabilidade fiscal. A próxima seção objetiva esclarecer os motivos por trás do aumento da inflação no pós-pandemia, analisando criticamente as interpretações desse fenômeno à luz do debate norte-americano entre o “*team transitory*” e o “*team permanent*”.

### 3.5. INFLAÇÃO PÓS-COVID: TRANSITÓRIA OU PERMANENTE?

O aumento da inflação após a pandemia dividiu opiniões entre economistas. O chamado “*team permanent*” sustentou que os amplos pacotes fiscais geraram uma demanda agregada excessiva, pressionando os preços para cima. Nesse contexto, tais especialistas defendiam a necessidade de uma ação rápida e contundente dos bancos centrais com a elevação dos juros para conter a inflação e ancorar as expectativas. Por outro lado, o “*team transitory*” atribuiu a alta dos preços a fatores transitórios, como a desarticulação das cadeias globais de valor e as

mudanças nos padrões de consumo induzidas pela pandemia (Stiglitz, 2023). Segundo essa perspectiva, os gargalos de oferta e os desequilíbrios temporários seriam corrigidos naturalmente, evitando a necessidade de políticas monetárias restritivas. Olhando para trás, é possível dizer quem estava certo nessa batalha de narrativas?

Logo no início, figuras proeminentes do *mainstream*, como Jay Powell e Janet Yellen, mostraram-se de acordo com o argumento do “*team transitory*”, atribuindo o surto inflacionário a disrupções do lado da oferta. Citaram como exemplos os choques nos preços de alimentos e energia provocados pela invasão da Ucrânia pela Rússia, além das pressões específicas em setores como a indústria automobilística, que enfrentou uma escassez global de *chips*, resultando no aumento dos preços de veículos novos e usados.

*“But inflation picked up pace and prices rose in an increasing number of sectors, even as economies reopened. The Fed abandoned “transitory” and started raising interest rates. By the time CPI passed 9 per cent in 2022, the argument seemed dead”* (Duguid, 2024). Desde então, o *Fed* adotou uma postura mais agressiva, elevando os juros de curto prazo de um patamar de 0% para mais de 5% em apenas 14 meses. A inflação cedeu, reforçando a tese do “*team transitory*”. A esse respeito, Stiglitz (2024) chegou a afirmar que o “*team transitory*” tinha vencido o debate. Para o autor:

*Of course, central bankers will pat themselves on the back. But they had little role in the recent disinflation. Raising interest rates did not address the problem we faced: supply-side and demand-shift inflation. If anything, disinflation has happened despite central banks’ actions, not because of them.*

A resiliência do mercado de trabalho durante o processo de desinflação foi um dos principais argumentos que validaram a perspectiva dos economistas que previam uma inflação transitória. Em contrapartida, aqueles que defendiam uma inflação persistente, baseados na tradicional Curva de Phillips, argumentavam que seria necessário um aumento significativo do desemprego para conter a alta dos preços. De fato, Larry Summers (2022) chegou a propor uma taxa de desemprego de 10% para essa finalidade. Contudo, a realidade mostrou-se diferente: a inflação recuou enquanto o mercado de trabalho se manteve forte, com taxas de desemprego abaixo de 4%. Como escreve Duguid (2024):

*Without mass lay-offs, it’s harder to argue that inflation was a demand-side problem, one in which Americans had too much cash on hand. Inflation has come down despite the fact that unemployment remains low and wage growth has been strong. The changes in demand haven’t been big enough to explain the change in inflation.*

Todavia, conforme artigo publicado na revista *The Economist* (2024), não é correto presumir que o “*team transitory*” estava certo o tempo todo, pois isso implicaria dizer que “[...] *that inflation would have melted away even without the Fed’s actions. That might have seemed credible if the Fed had merely fiddled with rates. It is much harder to believe that the most aggressive tightening of monetary policy in four decades was a sideshow*”.

Conforme Tej Parikh (2023), a queda de 9 pontos percentuais da inflação nos Estados Unidos entre 2022 e 2023 pode ser atribuída a diversos fatores. A política monetária contracionista do *Fed* diminuiu a demanda agregada ao elevar os juros, contribuindo para uma desaceleração inflacionária de 2,2 pontos percentuais. Adicionalmente, as expectativas de inflação, que se mantiveram ancoradas graças à ação do *Fed*, contribuíram com uma redução de 2,7 pontos percentuais. A reorganização das cadeias de produção e a queda nos preços do petróleo exerceram um efeito deflacionário de 5,5 e 0,1 pontos percentuais, respectivamente. Por outro lado, a política fiscal expansionista e o aumento do consumo das famílias após a pandemia geraram uma pressão inflacionária de 1,5 pontos percentuais.

Portanto, pode-se afirmar que a maior parte do episódio inflacionário recente foi realmente transitória. Apesar disso, também houve alguns elementos mais duradouros que exigiram uma resposta mais enfática dos bancos centrais. Parikh (2023) sintetiza a questão afirmando que “*the focus of the debate should not be on whether they should have acted, but rather, by how much*”. Feita essa reconstituição do debate, vale a pena entender sua repercussão no meio acadêmico. Para tanto, a próxima seção investiga as perspectivas de economistas influentes da corrente principal, buscando identificar se houve mudanças em suas análises sobre o fenômeno inflacionário à luz dos novos acontecimentos.

### 3.6. A INTERPRETAÇÃO DE MANKIWI

“*When the facts change, I change my mind. What do you do, sir?*”. A célebre frase atribuída a Keynes ilustra a natureza dinâmica da teoria econômica, que evolui à medida que os próprios fatos econômicos se modificam. Portanto, é comum que economistas, de tempos em tempos, revejam suas posições para verificar se ainda refletem a realidade concreta. Mankiw (2024) faz esse exercício com rigor, elencando seis de suas crenças sobre o processo inflacionário.

Em primeiro lugar, Mankiw (2024) argumenta que a Curva de Phillips é a mais importante das relações macroeconômicas. Apesar disso, ele defende que esse conceito não deve ser usado de maneira incondicional – vide que a correlação entre inflação e desemprego

enfraqueceu nos últimos anos. Pelo contrário, ele sugere que a inclinação da Curva de Phillips (negativamente inclinada ou mais “achatada”) depende do tipo de choque que está atingindo a economia. O segundo ponto levantado pelo autor é um alerta: ainda que a Curva de Phillips seja válida do ponto de vista teórico, sua utilidade como instrumento prático para a condução da política monetária é limitada. Mankiw (*ibid.*, p. 2) não deixa dúvidas a esse respeito:

*Over the years, there have been various attempts to find measures of slack that would produce better-fitting Phillips curve equations than the unemployment rate does. People have used detrended GDP, the short-term unemployment rate, the labor share, the vacancy rate, the quit rate, and the ratio of unemployment to job vacancies. Similarly, there are various approaches to measuring expected inflation and supply shocks. A sizable group of macroeconomists are always ready to suggest a new, better specification every time existing Phillips curves go off track, which occurs all too regularly. The search for a reliable Phillips curve is like the search for the Holy Grail. It engages some of the best people around, they never reach their goal, but somehow, they are never deterred from continuing the pursuit.*

Desse modo, não parece muito apropriado conduzir a política monetária com base em modelos que têm a Curva de Phillips como pedra angular, uma vez que qualquer desvio da inflação em relação à meta é frequentemente atribuído a choques exógenos de oferta ou demanda. Identificar a origem da inflação permitiria ao banco central determinar a natureza do choque (se transitório ou permanente) e, conseqüentemente, ajustar o tom da política monetária de forma mais assertiva. Com isso, a autoridade monetária seria capaz de definir a magnitude e a duração do ajuste nos juros com maior precisão, tornando a política monetária mais eficaz. O problema é que não é nada trivial isolar, no índice de preços, a parcela correspondente a choques de demanda daquela relacionada a choques de oferta. O terceiro tópico abordado pelo autor trata justamente dessa dificuldade. Para Mankiw (*ibid.*, p. 2):

*The problem is that because we don't know the natural rate of unemployment with much precision, it is hard to disentangle supply and demand. That is true even with the benefit of hindsight, but the task is even more formidable in real time when data are preliminary and incomplete. And it is in real time that policymakers need to respond.*

Ao analisar a inflação pós-pandemia, o autor enumera três possíveis explicações. A primeira aponta para a desarticulação das cadeias globais de valor provocada pelos *lockdowns*. A segunda indica que houve excesso de demanda devido a um mercado de trabalho superaquecido. A terceira sugere uma mudança nas expectativas de inflação causada pela manutenção das políticas fiscal e monetária em território expansionista por tempo demais. Na verdade, Mankiw (*ibid.*, p. 2) acredita que “*very likely, the inflation surge was a combination of all three forces, with indeterminate weights*”. Fica evidente que o autor assume uma posição

eclética no debate, alinhando-se ao “*team transitory*” ao reconhecer os efeitos inflacionários dos gargalos de oferta, mas sem abrir mão dos ensinamentos clássicos que associam a inflação a um excesso de demanda. Portanto, parece que o *mainstream* tem se modificado parcialmente para incorporar novas ideias, ao mesmo tempo que mantém seu núcleo duro inalterado.

No quarto ponto, Mankiw (*ibid.*, p.2) esclarece que os “*economists should escape the cult of Calvo*”. Isso porque o modelo de determinação de preços de Calvo não é capaz de reproduzir a dinâmica inflacionária real. Nessa família de modelos, o que se segue após um choque exógeno é um rápido retorno da inflação à meta, o que não é compatível com a persistência que esse fenômeno pode apresentar em alguns casos. Para endereçar essa questão, Mankiw (*ibid.*, p. 2) propõe o uso de modelos de contratação ou de rigidez de informações, nos quais as expectativas passadas sobre a inflação presente constituem a variável relevante. Por fim, ele questiona se a Curva de Phillips não seria melhor especificada se considerássemos normas de inflação em vez de expectativas de inflação. Apesar disso, ele reconhece que não é claro como modelar tais normas.

No quinto ponto, Mankiw (*ibid.*, p. 3) ressuscita um velho conhecido nosso: os agregados monetários. Na opinião do autor, aqueles que previram o surto inflacionário pós-pandemia só foram capazes de fazê-lo porque estavam prestando atenção ao comportamento dos agregados monetários, que se expandiram à maior taxa da série histórica iniciada em 1960. Contudo, ele admite que existem problemas empíricos associados aos agregados monetários, como a dificuldade de mensurá-los em uma economia monetária complexa, além da sua baixa acurácia em prever a inflação. Ainda assim, Mankiw (*ibid.*, p. 3) defende que “*the monetary aggregates deserve more attention*”.

Finalmente, Mankiw (*ibid.*, p. 3) tece comentários sobre qual seria a meta de inflação mais apropriada: “*there is a reasonable argument that the Fed should increase its target inflation rate to, say, 4 percent because doing so would ensure that the zero lower bound on interest rates binds less frequently*”. No entanto, caso a meta permaneça nos tradicionais 2%, o autor se opõe a uma abordagem que persiga esse número cegamente. Para ele, é mais adequado que a meta seja dada por um intervalo dentro do qual a autoridade monetária mantenha a inflação do que por um valor numérico específico: “*doing so would admit that the Fed governors are not quite as godlike as they sometimes feign*”.

Conclui-se que se pode identificar algumas mudanças no pensamento de macroeconomistas do *mainstream*. Não quer dizer que eles se tornaram heterodoxos da noite para o dia, mas que, diante dos fatos, incorporaram novas explicações em seus modelos, algumas das quais dialogam com a teoria pós-keynesiana. Tudo isso sem abrir mão dos

preceitos básicos que dão forma ao NCM. Na sequência, analisaremos a interpretação de Blanchard e Bernanke (2023) sobre o que causou a inflação pós-pandemia, com o objetivo de encontrar as semelhanças e as diferenças na forma de abordar o problema em comparação aos pós-keynesianos.

### 3.7. A INTERPRETAÇÃO DE BLANCHARD E BERNANKE

Não surpreende que os modelos econômicos tenham falhado em prever a inflação pós-pandemia. Para Blanchard e Bernanke (2023, p. 2), os economistas não conseguiram antecipar esse fenômeno, pois subestimaram os efeitos inflacionários dos pacotes fiscais em resposta à pandemia. Assim, ao enfatizarem um (suposto) excesso de demanda agregada como potencial causa do surto inflacionário pós-covid, os autores se afastam da perspectiva pós-keynesiana<sup>35</sup>.

Ainda sobre esse ponto, os autores propõem uma divisão entre “otimistas” e “pessimistas”. Os primeiros afirmavam que mesmo um mercado de trabalho resiliente não provocaria pressões inflacionárias persistentes, por causa da relação fraca entre desemprego e inflação (*i.e.*, Curva de Phillips “achatada”) e por causa de expectativas bem ancoradas. Os segundos argumentavam que um mercado de trabalho superaquecido pelas políticas expansionistas levaria a uma elevação dos preços. De fato, um cenário de inflação alta se concretizou. Os “pessimistas” acertaram o efeito, mas erraram a causa. Os autores reconhecem que a origem da inflação pós-pandemia veio dos mercados de bens e serviços, ao passo que a “*labor market tightness made at most a modest contribution to inflation*” (*ibid.*, p. 4).

Os autores atribuem o aumento da inflação a três fatores determinantes. Em primeiro lugar, destacam a alta nos valores das *commodities*, cujas magnitude e persistência foram maiores do que qualquer previsão feita pelos especialistas. Entretanto, não foram apenas alimentos e energia que viram seus preços atingirem picos. Outras mercadorias, como automóveis novos e usados, também registraram elevações substanciais, explicadas em grande medida pela escassez de componentes essenciais à sua produção. Em segundo lugar, notam uma mudança significativa nos padrões de demanda como consequência dos *lockdowns*. As famílias passaram a priorizar o consumo de bens – duráveis e não duráveis – em detrimento de serviços presenciais, contribuindo para pressões altistas sobre os preços nesses setores. Por fim, indicam que gargalos setoriais provocaram um descasamento entre demanda e oferta, com efeitos

---

<sup>35</sup> É verdade que parte do surto inflacionário pós-pandemia pode ser explicada pelos estímulos fiscais trilionários. Contudo, é difícil acreditar que estes tenham sido o motivo principal por trás da alta inflação.

inflacionários mais duradouros do que muitos imaginavam. Desse modo, ao colocarem o foco sobre os choques de oferta, os autores se aproximam da abordagem pós-keynesiana.

No mais, Blanchard e Bernanke (2023, p. 6) propõem um simples modelo de determinação de preços e salários. Não é nossa intenção explorar todos os detalhes do modelo, mas somente discutir as principais hipóteses e conclusões. O modelo tem quatro equações e quatro variáveis endógenas: preços, salários e expectativas de inflação de curto e longo prazos. Também se leva em conta o papel desempenhado pelas variáveis exógenas: rigidez do mercado de trabalho, choques nos preços de alimentos e energia e gargalos setoriais, especificamente na indústria automobilística.

Inicialmente, os autores buscam compreender se os trabalhadores aceitam uma perda no seu poder de compra em função de um choque de preços não antecipado ou se eles lutam para reaver seu salário real. No entanto, a escolha do verbo “aceitar” não parece correta. Ninguém aceita de bom grado ficar mais pobre. Se o faz, é porque não tem outra opção. Se não tem outra opção, é porque as reformas neoliberais desmobilizaram os sindicatos e enfraqueceram a legislação trabalhista. Tudo se resume a uma questão de poder e, no capitalismo contemporâneo, “*manda quem pode, obedece quem tem prejuízo*” (Belluzzo e Galípolo, 2017). Na verdade, essa suposição não faz sentido nem na construção teórica da microeconomia neoclássica. Uma redução do salário real implicaria em uma diminuição do consumo e, conseqüentemente, da utilidade do agente. A não ser no caso em que um bem é um mal, uma escolha que reduza o consumo jamais pode ser compatível com os axiomas de racionalidade.

Cientes disso, Blanchard e Bernanke (2023, p. 7) incluem uma variável na equação de determinação de salários que capta o efeito *catch-up*, ou seja, a capacidade dos trabalhadores recuperarem a parcela dos salários que fora abocanhada pela inflação no período anterior. Conforme o salário aspiracional perseguido pelos trabalhadores influencia o processo de barganha salarial, a economia exhibe certo grau de rigidez dos salários reais (*ibid.*, p. 8). Assim, caso os trabalhadores desfrutem de amplo poder de barganha, os efeitos de um choque de preços tendem a ser mais duradouros à medida que desencadeiam uma espiral inflacionária de preços e salários.

Em relação à equação de determinação de preços, os autores incluem, além dos salários nominais, uma variável que capta o custo relativo a insumos que não o trabalho, as variações nos *markups* e outros fatores que afetam o processo de fixação de preços. Interessante notar que os autores abordam os *markups* das firmas como uma variável endógena, que evolui à medida que a demanda de um setor ultrapassa seu limite de oferta (*ibid.*, p. 8). Com isso, o modelo é

capaz de gerar dinamicamente uma inflação de lucros, aproximando-se da teoria pós-keynesiana<sup>36</sup>.

Na sequência, os autores apresentam a formação das expectativas de inflação de curto e longo prazos, que basicamente são médias ponderadas da inflação esperada e da inflação realizada. O mais interessante aqui é que Blanchard e Bernanke (2023, p. 9) reconhecem que o valor das expectativas de inflação de longo prazo “*at any point in time is determined by the history of inflation*”, de modo que “*an episode of higher inflation leads to higher steady-state inflation; the longer the episode, or the lower  $\gamma$ , the stronger the effect on steady-state inflation*”<sup>37</sup>. Portanto, a inclusão do conceito de histerese aproxima o modelo da interpretação pós-keynesiana.

Para demonstrar o funcionamento do modelo, os autores conduzem uma simulação da dinâmica da inflação após um choque de preços, considerando diferentes especificações para o termo de *catch-up* e para o grau de ancoragem das expectativas de inflação. Em suma, forte poder de barganha dos trabalhadores e expectativas de inflação desancoradas produzem uma inflação mais elevada e persistente após um choque de preços. Por outro lado, fraco poder de barganha dos trabalhadores e expectativas de inflação ancoradas resultam em um rápido retorno da inflação à meta. Em retrospectiva, parece que a inflação pós-pandemia ocorreu em um cenário mais parecido com o segundo do que com o primeiro.

Os autores apontam que o modelo permite que o processo inflacionário se inicie no mercado de trabalho. Se o mercado de trabalho se tornar permanentemente mais “apertado”, então a inflação aceleraria em ambos os cenários, com maior intensidade no primeiro do que no segundo. Por último, Blanchard e Bernanke (2023, p. 12) argumentam que, em um contexto de choques simultâneos de preços e de demanda no mercado de trabalho, o primeiro tende a ser o principal motor da inflação no curto prazo. No entanto, à medida que os efeitos do choque de preços se dissipam, as pressões inflacionárias provenientes de um mercado de trabalho aquecido tendem a ganhar maior importância.

Então, parte-se para a implementação empírica do modelo. Novamente, não pretendemos focar em tecnicidades, mas apenas salientar alguns pontos interessantes para o debate. Por exemplo, ao realizarem suas estimativas, os autores impõem uma restrição de homogeneidade para garantir uma Curva de Phillips vertical no longo prazo (*ibid.*, p. 12). Em outras palavras, defendem a neutralidade da moeda no longo prazo, distanciando-se da opinião

---

<sup>36</sup> Ver, a esse respeito, Storm (2023), Lavoie (2023) e Weber e Wasner (2023).

<sup>37</sup> O parâmetro  $\gamma$  representa o grau de ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo.  $\gamma = 0$  indica expectativas plenamente desancoradas, ao passo que  $\gamma = 1$  reflete expectativas plenamente ancoradas.

pós-keynesiana. Não bastasse isso, sugerem que um indicador mais apropriado para representar a real situação do mercado de trabalho é a razão entre o número de vagas por pessoa desempregada. Como Mankiw (2024, p. 2) corretamente lembrou: os economistas sempre estão a postos para testar novas especificações para a Curva de Phillips ao primeiro sinal de que a atual não serve mais – o que acontece frequentemente. Storm (2024) adverte que esse indicador superestima a rigidez do mercado de trabalho. Voltaremos a este tema na próxima seção.

Além disso, Blanchard e Bernanke (2023, p. 21) acreditam que, inicialmente, a alta nos preços das *commodities* refletiu pressões de demanda, intensificadas pelas políticas fiscal e monetária expansionistas e pelo fim dos *lockdowns*, que deu vazão à uma demanda reprimida, principalmente em serviços presenciais. Apesar dessa narrativa fazer sentido, os choques de oferta não podem ser ignorados. Por exemplo, a invasão da Ucrânia pela Rússia fez os preços de alimentos e energia dispararem, ainda que temporariamente. Nesse sentido, os autores se afastam da perspectiva pós-keynesiana à medida que conferem um peso muito maior aos fatores de demanda.

Todavia, os fatores de demanda não conseguem explicar por que os preços de alimentos se mantiveram tão elevados por tanto tempo. Para endereçar essa questão, os autores propõem algumas explicações. A mais interessante delas é que “*non-competitive behavior is another possibility, as the food price index includes distribution margins, and the retail food industry has become more concentrated in recent decades*” (Blanchard e Bernanke, 2023, p. 21). Portanto, essa observação sugere uma possível inflação de lucros, que tende a ser maior quanto mais concentrado o mercado, aproximando os autores de uma interpretação pós-keynesiana.

Embora a dinâmica dos preços das *commodities* seja importante para compreender a inflação pós-covid, sabemos que a inflação global (*headline inflation*) é caracterizada por outros elementos além dos preços de alimentos e energia. Blanchard e Bernanke (*ibid.*, p. 21) destacam que gargalos setoriais contribuíram para a aceleração inflacionária que se observou após a pandemia. Na visão dos autores, “*these shortages and disruptions have reflected developments in both demand and supply*”. Do lado da demanda, argumentam que mudanças nos padrões de consumo induzidas pelo isolamento social levaram a um crescimento da procura por bens duráveis e não duráveis em uma velocidade mais rápida do que as firmas eram capazes de responder. Do lado da oferta, houve uma desarticulação das cadeias globais de valor, limitando a produção em alguns setores-chave da economia – como a indústria automobilística. E as pressões advindas do mercado de trabalho? Estas contribuíram minimamente para o surto inflacionário pós-pandemia (*ibid.*, p. 33).

Finalmente, os autores advertem que “*the portion of inflation which traces its origin to overheating of labor markets can only be reversed by policy actions that bring labor demand and supply into better balance*” (*ibid.*, p. 39). Em bom português, os autores sugerem uma política monetária restritiva para lidar com uma inflação originada no mercado de trabalho. Mesmo que os modelos econômicos convencionais tenham falhado em prever o surto inflacionário pós-covid, os autores “*don’t think that the recent experience justifies throwing out existing models of wage-price dynamics*” (*ibid.*, p. 40).

Em conclusão, quais lições podem ser extraídas do interessante estudo de Blanchard e Bernanke (2023)? Apesar de incorporarem ideias que dialogam com a tradição pós-keynesiana, a cartilha permanece a mesma de sempre: se a inflação aumenta, os juros também devem subir. A seguir, veremos a interpretação pós-keynesiana sobre a inflação pós-pandemia, baseando-se na análise de Storm (2024), que aponta que as modificações realizadas pelo *mainstream* não passam de um meio para manter o NCM como o paradigma dominante das ciências econômicas.

### 3.8. A INTERPRETAÇÃO PÓS-KEYNESIANA

O surto inflacionário pós-covid expôs os limites explicativos dos modelos econômicos tradicionais. Engana-se, porém, quem imagina que os desenvolvimentos mais recentes levaram a mudanças profundas na estrutura teórica do *mainstream* das ciências econômicas. Como afirma Storm (2024, p. 4): “*unfortunately, establishment macroeconomics did not fundamentally change after this massive onslaught of adverse circumstances with which it could not contend, but rather it became more dogmatic, mesmerized with its own internal logic and interested only in paradigmatic survival*”. Portanto, pretende-se analisar criticamente as alterações realizadas, argumentando que tais mudanças, longe de representarem uma ruptura, reafirmam a lógica interna do arcabouço convencional, preservando o *status quo*.

De modo geral, a narrativa defendida por economistas do *mainstream* é de que a aceleração da inflação após a pandemia foi causada por uma espiral preços-salários proveniente de um mercado de trabalho resiliente – com o desemprego abaixo do seu nível natural. A primeira parte dessa história consiste na substituição do hiato do desemprego pela razão entre o número de vagas por pessoa desempregada (*vacancy ratio*), sob a justificativa de que o último é um indicador mais apropriado da atividade real. A segunda consiste em atribuir a inflação pós-covid ao crescimento dos salários nominais. A terceira consiste em dizer que a Curva de Phillips, depois de tanto tempo “achatada”, se tornou não-linear (Storm, 2024, p. 22).

### 3.8.1. VACANCY RATIO E RIGIDEZ NO MERCADO DE TRABALHO

Em primeiro lugar, é fundamental checar os dados: entre 2001 e 2019, o mercado de trabalho norte-americano apresentou um *vacancy ratio* médio de 0,57 vagas de emprego por pessoa desempregada. No entanto, a partir de 2021, esse indicador começou a aumentar significativamente até atingir o pico de 1,9 em 2022 (Storm, 2024, p. 23). Assim, realmente parece que o mercado de trabalho norte-americano estava dando sinais de sobreaquecimento. Embora o *vacancy ratio* tenha apresentado, no período citado, seus maiores valores na série histórica, o hiato do desemprego não seguiu essa mesma tendência, permanecendo positivo até o final de 2021 – e, portanto, não corroborando a narrativa novo keynesiana de um mercado de trabalho extremamente rígido. Logo, “*the unemployment gap was discarded, without further regard, in favor of the (arguably superior) indicator: the vacancy ratio*” (*ibid.*, p. 24).

Não obstante, é curioso que dois indicadores que visam medir a mesma variável – *i.e.*, a dinâmica do mercado de trabalho – apontem para direções opostas. Diante disso, surge quase que naturalmente o questionamento: por que o *vacancy ratio* apresentou comportamento tão atípico após a pandemia, distanciando-se do seu padrão histórico? Para Storm (*ibid.*, p. 25), o *vacancy ratio* cresceu fortemente por causa de uma reestruturação do mercado de trabalho norte-americano provocada pela pandemia, com o fechamento de atividades de turismo e lazer, com mudanças drásticas em serviços presenciais (“*tête-à-tête*”) e com a rápida expansão de serviços digitais, de armazenagem e de entrega. É possível argumentar que a tentativa de repatriar a indústria norte-americana (*reshoring*) promovida pelo governo Biden também tenha contribuído para o comportamento atípico do *vacancy ratio*. Como coloca Storm (2024, p. 25): “[...] *the U.S. economy went through a post-pandemic surge in quits and job transitions*”.

O movimento de reorganização do mercado de trabalho norte-americano pode ser visto no números de demissões voluntárias, que saltou de cerca de 3,1 milhões de pessoas por trimestre no período 2014-2020 para cerca de 4,1 milhões de pessoas por trimestre no período 2021-2023. Esse fenômeno ganhou as manchetes no mundo todo e ficou conhecido como “*Great Resignation*”. Dentre suas principais causas, pode-se apontar: a reavaliação do trabalho diante dos novos riscos à saúde, antes pouco evidentes; a onda de aposentadorias precoces intensificada pela pandemia; a falta de creches acessíveis, dificultando o retorno ao mundo do trabalho para muitos pais; e a busca por novas oportunidades em uma economia em transformação, com a ascensão do trabalho remoto e o aumento das vagas em serviços de entrega (Storm, 2024, p. 26). A rigor, os trabalhadores não estavam apenas deixando seus empregos antigos; eles estavam, em sua maioria, se mudando para novas posições.

Dessa forma, a razão entre o número de vagas por pessoa desempregada ( $v/u$ ) não captura efetivamente o atual estado do mercado de trabalho. Como explica Storm (2024, p. 27): “[...] *to the extent that employed workers are competing for the available set of job vacancies, the labor market may be considerably less tight than what is implied by the  $v/u$  ratio*”. Em outras palavras, se os trabalhadores ocupados competem com os desempregados por algumas vagas, então o denominador aumenta e, por conseguinte, o *vacancy ratio* diminui. Na verdade, o próprio modo que se mensura a taxa de desemprego pode superestimar a razão  $v/u$ , pois considera apenas os trabalhadores que estão buscando emprego ativamente, excluindo-se os desalentados e subocupados. Se estes grupos fossem incluídos no cômputo de  $u$  (englobando um conceito mais amplo de desemprego), então o *vacancy ratio* seria substancialmente menor, indicando um mercado de trabalho não tão rígido quanto postulado pelo *mainstream*.

Mas, independentemente de qual medida de desemprego considerarmos (mais estrita ou mais ampla), fato é que a razão entre o número de vagas por pessoa desempregada aumentou após a pandemia. Uma hipótese levantada por Storm (2024, p. 28) é de que os trabalhadores estavam trocando suas ocupações atuais por outras melhor remuneradas. Tal observação pode despertar uma interpretação incorreta de que a inflação pós-covid foi desencadeada por um crescimento elevado dos salários nominais. A evidência empírica, contudo, mostra que, apesar dos salários nominais terem aumentado, os salários reais não acompanharam essa tendência, tendo apresentado crescimento negativo (ou muito próximo de zero) entre 2021 e 2023. Com efeito, os trabalhadores não conseguiram responder à aceleração inflacionária para conservar seus rendimentos reais e tiveram seu poder de compra minado. Isso pode ser verificado analisando-se o comportamento da *wage-share*, que decresceu consistentemente no triênio 2020-2023. Simetricamente, a *profit-share* se elevou no mesmo período, o que sugere uma (possível) inflação de lucros – voltaremos à esta discussão mais à frente. Antes disso, vale a pena explorar o segundo ato da narrativa contada pela teoria convencional.

### 3.8.2. A CULPA DA INFLAÇÃO PÓS-COVID É DOS TRABALHADORES?

A segunda parte dessa história responsabiliza os trabalhadores pelo surto inflacionário pós-pandemia. De acordo com Domash e Summers (2022), o aumento dos salários nominais seria prejudicial aos trabalhadores. A explicação apresentada pelos autores é que o crescimento dos salários nominais *vis-à-vis* o crescimento dos salários reais tem uma relação parabólica (com formato de U invertido). Para ser mais claro, eles argumentam que, em um primeiro momento, o crescimento dos salários nominais levaria a um crescimento dos salários reais (fase

ascendente). Contudo, após chegar em um ponto ótimo, essa relação se inverteria e a expansão dos salários nominais causaria uma queda dos salários reais (fase descendente). Isso porque um forte crescimento dos salários nominais sinaliza um mercado de trabalho superaquecido, gerando pressões sobre os preços por causa de um excesso de demanda. Com isso, os preços aumentariam mais que os salários nominais, implicando em perda do poder de compra dos trabalhadores.

Todavia, uma parte fundamental dessa narrativa é deixada de lado: o crescimento da produtividade do trabalho. Note que é perfeitamente possível que um aumento dos salários nominais ( $\dot{w}/w$ ) seja compensado por um aumento de mesma magnitude da produtividade do trabalho ( $\dot{g}/g$ ), resultando em uma variação de preços nula ( $\dot{p}/p = \dot{w}/w - \dot{g}/g = 0$ ). Em outros termos, os salários nominais podem crescer sem pressões inflacionárias desde que a produtividade do trabalho cresça a uma taxa semelhante. Nesse contexto, Storm (2024, p. 35) denomina a diferença entre o crescimento dos salários nominais e o crescimento da produtividade do trabalho ( $\dot{w}/w - \dot{g}/g$ ) de *nominal unit labor cost* (ULC) e traça uma relação dessa variável com o crescimento dos salários reais. O resultado obtido também é um parábola (com formato de U invertido), mas com um ponto máximo superior ao estimado por Domash e Summers (2022), sugerindo que ainda há espaço para os salários nominais crescerem sem gerar inflação. Portanto, analisar apenas a evolução dos salários nominais sem considerar a evolução da produtividade do trabalho é um erro cometido pelos autores ortodoxos.

Ainda pior é a suposição feita pelo *mainstream* de que os trabalhadores norte-americanos possuem suficiente poder de barganha para proteger seu poder de compra diante de um cenário de alta inflação (Storm, 2024, p. 37). Na verdade, a desarticulação dos sindicatos, o afrouxamento da legislação trabalhista e a ascensão da *gig economy* e dos *gig workers* deterioraram o poder de barganha dos trabalhadores na era neoliberal. O autor (*ibid.*, p. 39) observa: “*America’s workers have—on average—been unable to protect their real wages as the inflation rate began to increase*”. Por essa razão, não é certo culpar os trabalhadores pelo surto inflacionário pós-pandemia. Pelo contrário, os salários nominais só cresceram como consequência (e não como causa) do processo inflacionário, na medida em que os trabalhadores tentaram, em geral sem sucesso, reaver a parcela de seus rendimentos corroída pela inflação. Afirmar o contrário é como dizer que o rabo abana o cachorro. Storm (*ibid.*, p. 39) é claro a esse respeito:

*To single out higher nominal wages as a main cause of the increase in U.S. inflation is not just incorrect, because wage growth is mostly following (not leading) inflation,*

*but quite a stark example of blaming the victim. And stories of the re-emergence of the wage-price spiral are just that: only stories.*

### 3.8.3. RESSUREIÇÃO DA CURVA DE PHILLIPS: A VOLTA DOS QUE NUNCA FORAM

Finalmente, a terceira e última parte dessa história é que a Curva de Phillips, a qual permaneceu “achatada” nas décadas passadas, repentinamente se tornou muito mais inclinada após a pandemia. Com base em dados recentes, autores do *mainstream* extraíram uma relação não-linear entre a inflação e o *vacancy ratio*. A análise desses economistas revelou uma relação convexa entre as variáveis em questão, segundo a qual a Curva de Phillips se torna mais (menos) inclinada à medida que o *vacancy ratio* aumenta (diminui), *i.e.*, que o mercado de trabalho se torna mais (menos) rígido. Se isso fosse verdade, seria uma ótima notícia para os bancos centrais, visto que se deparariam com uma taxa de sacrifício (*sacrifice ratio*) muito menor – apenas um pequeno aumento dos juros seria necessário para trazer a inflação de volta à meta. Porém, alguns fatores enfraquecem esse argumento.

O primeiro é que o comportamento mais recente da Curva de Phillips se baseia em uma amostra pequena e, por isso, é pouco respaldada estatisticamente. O segundo ponto é que o *vacancy ratio*, como já vimos, superestima a rigidez do mercado de trabalho e, portanto, é um indicador viesado. O terceiro e último ponto é que, embora exista uma correlação entre a inflação e o *vacancy ratio*, isso não quer dizer que exista causalidade entre essas variáveis. Como os autores do *mainstream* buscaram endereçar essas críticas? Ironicamente, recorrendo à antiga forma da Curva de Phillips, que coloca a inflação como função dos custos marginais. Essa configuração tem maior validação empírica e define como principal gatilho da inflação as oscilações no preço do petróleo. Sendo assim, a inflação norte-americana teria permanecido em patamares baixos no período pré-covid por conta da estabilidade nos preços de energia. Após a pandemia, com o aumento dos preços de energia, os custos marginais teriam se elevado, refletindo-se em uma inflação mais alta e em uma Curva de Phillips mais inclinada. Mas Storm (2024, p. 46) apresenta uma outra explicação para esse fenômeno.

Conforme o autor, a Curva de Phillips se tornou “achatada” nas últimas décadas por conta da desregulamentação do mercado de trabalho norte-americano, que enfraqueceu substancialmente o poder de barganha dos trabalhadores em favor de um fortalecimento das empresas e de seus lobistas. De acordo com Storm (2024, p. 46):

*Employment protection laws have become looser, the minimum wage has decreased in real terms, (private-sector) trade union density and collective bargaining coverage have fallen, as the number of workers in the gig economy rose, shareholders have become more demanding and powerful, and globalization has made workers more vulnerable to threats of job loss due to delocalization. Job insecurity has become an endemic part of American working life, even though the official unemployment rate is low.*

Além desses fatores, a promoção de uma ideologia neoliberal de que o sucesso depende exclusivamente do esforço individual mudou profundamente a visão da classe trabalhadora sobre si mesma. Tal ideia, embora muito questionável, foi incutida na cabeça dos trabalhadores, que se lançaram ao mercado como microempreendedores individuais em busca de uma vida melhor (mas sem o amparo dos direitos trabalhistas). O individualismo também minou o sentimento de união e solidariedade dos sindicatos. Uma coisa é certa: as relações trabalhistas do século XXI são radicalmente diferentes das do século XX. Essa é a principal razão da Curva de Phillips ter se tornado mais horizontal (Storm, 2024, p. 48). Por fim, a tese de que a Curva de Phillips se tornou mais inclinada recentemente não se sustenta, porque não há sinais de que o poder de barganha dos trabalhadores se tornou maior de uma hora para outra.

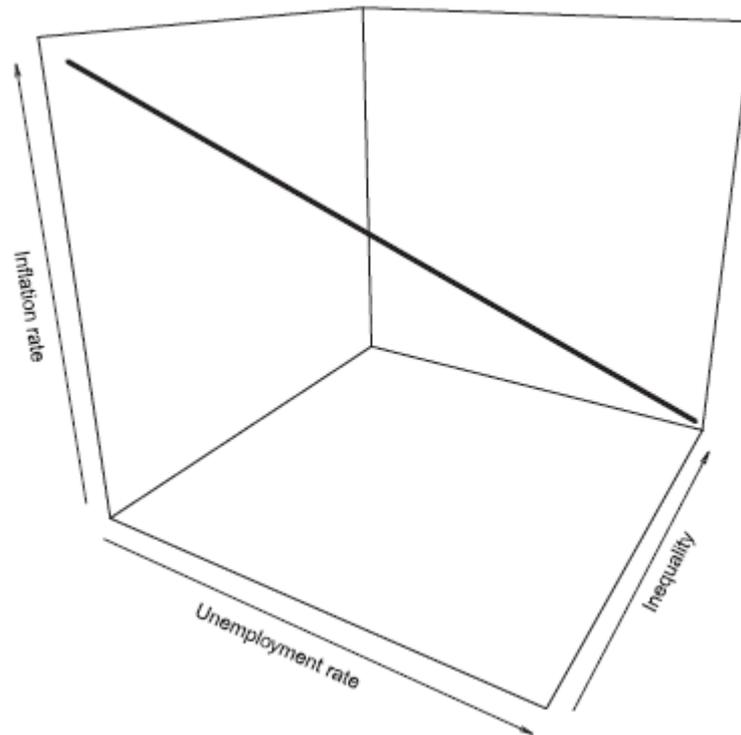
#### 3.8.4. CURVA DE ROLIM E INFLAÇÃO DE LUCROS

Sem dúvidas, a relação entre desemprego e inflação capturada pela Curva de Phillips trata-se de uma importante peça da teoria macroeconômica. Apesar disso, parece ser incapaz de explicar a complexidade do mundo atual. Evidências apontam que a distribuição de renda tem se alterado em direção às firmas em detrimento dos trabalhadores – uma consequência do maior poder de barganha das empresas. Mesmo entre os trabalhadores, nota-se um favorecimento dos *white collars* em relação aos *blue collars*, o que coloca a desigualdade como um dos principais desafios contemporâneos (Rolim, 2019). Para explicar a relação entre desigualdade, desemprego e inflação, Rolim (2024) propõe uma Curva de Phillips Aumentada pela Desigualdade<sup>38</sup>, posicionando as três variáveis em um espaço tridimensional, como ilustrado na Figura 2.

---

<sup>38</sup> A Curva de Phillips Aumentada pela Desigualdade apareceu pela primeira vez no artigo *Monetary Policy Rules and the Inequality-Augmented Phillips Curve* (Rolim, Carvalho e Lang, 2024). O conceito foi aprofundado no artigo *Inflation, Unemployment, and Inequality: Beyond the Traditional Phillips Curve* (Rolim, 2024).

**Figura 2** – Curva de Rolim



Fonte: Rolim (2024, p. 1387)

A Curva de Rolim postula uma relação negativa entre desemprego e inflação, além de uma relação positiva entre desemprego e desigualdade. Fica claro que o desemprego cumpre um papel-chave nessa dinâmica. Todavia, sabemos que eventos de fora do mercado de trabalho também podem afetar o comportamento da inflação e da desigualdade. Nesse sentido, a autora (*ibid.*, 1389) propõe três explicações teóricas para o processo inflacionário não decorrente da dinâmica do mercado de trabalho.

De início, considera-se uma situação na qual firmas em concorrência imperfeita conhecem de antemão seus custos unitários e perseguem uma taxa de *markup* constante. Nesse caso, se houver um choque de oferta (ou um choque cambial em países da periferia) que eleve substancialmente os preços dos insumos, as empresas repassarão parcial ou totalmente esse aumento para seus preços. Esse processo é coordenado por uma lógica implícita: eleva-se os preços quando se imagina que as concorrentes mais próximas também os elevarão. Cobrando mais pelos seus produtos, as firmas obterão maiores lucros. Mas os salários, geralmente determinados por contratos (e, portanto, mais rígidos), não mudarão. Dessa forma, a *profit-share* aumentará, gerando maior desigualdade. Em suma, um choque exógeno que encareça os insumos em um mercado oligopolizado pode levar a maiores inflação e desigualdade.

Graficamente, isso pode ser observado por meio de um deslocamento da Curva de Rolim na direção nordeste<sup>39</sup>.

Ademais, um segundo caso prevê a possibilidade de um aumento *ex-post* da taxa de *markup* em mercados competitivos, nos quais os preços são determinados pelos movimentos de oferta e demanda (*e.g., commodities*). Logo, produtores de *commodities* podem ver seus preços crescerem por motivos que nada tenham a ver com seus custos de produção, por exemplo os gargalos de oferta causados pela pandemia ou a invasão da Ucrânia pela Rússia. Tais choques elevaram os preços de alimentos e energia significativamente, constituindo uma fonte de inflação doméstica e importada. Ao mesmo tempo, esses ventos favoráveis beneficiaram os produtores, que viram seus lucros aumentarem de maneira importante. Porém, Rolim (2024, p. 1390) adverte: “*in such case, markup rates increase, but this is an ex-post increase, rather than being a deliberate strategy undertaken by price-makers*”.

Por fim, um terceiro caso se refere à inflação de lucros, causada por um aumento intencional *ex-ante* dos preços por parte das firmas com poder de mercado, aproveitando-se de uma situação atípica. No entanto, esse fenômeno não é motivado por razões estritamente econômicas (como um aumento nos preços dos insumos), mas por pura ganância e, por isso, também recebe o nome de “*greedflation*”. Argumenta-se, como veremos a seguir, que esse comportamento ambicioso das empresas foi responsável, em alguma medida, pelo surto inflacionário pós-pandemia.

A princípio, deve-se destacar que a hipótese de *profit inflation* não é consensual nem mesmo dentro da teoria pós-keynesiana. Por exemplo, Lavoie (2023) destaca que “*in general, the rise in profits and the profit share can be explained without resorting to an explanation based on firms taking advantage of the situation and raising markup rates. In other words, this [...] explanation denies the generalized existence of profit inflation*”. Nesse sentido, o autor argumenta que a *causa causans* da inflação pós-covid foi a alta dos custos de materiais, especialmente do setor de energia. Como o crescimento dos salários nominais não conseguiu acompanhar a elevação dos preços, por razões já esclarecidas neste trabalho, constatou-se uma diminuição dos salários reais e da *wage-share*. Em suma, as firmas não adotaram um comportamento perverso, mas apenas repassaram os maiores custos materiais para os preços finais: “[...] *in this case, rising profit shares do not mean that profits are causing the inflationary process – they result from such inflationary process*” (Rolim, 2024, p. 1389).

---

<sup>39</sup> Para fins didáticos, estamos considerando que o desemprego permaneceu constante.

Em contrapartida, Storm (2023) defende que o aumento intencional da taxa de *markup* de empresas com poder de mercado foi um dos principais *drivers* do episódio inflacionário mais recente. Embora reconheça a posição sustentada por Lavoie (2023) como válida, Storm (2023, p. 8) afirma que ela desempenha apenas um pequeno papel na explicação da *profit-share*: o aumento dos preços de insumos intermediários (energia) explica cerca de 10% do crescimento médio da *profit-share* nos Estados Unidos, ao passo que o ULC ( $\dot{w}/w - \dot{g}/g$ ) contribui com cerca de 25%. Os dois terços restantes, segundo o autor, são explicados pelo aumento *ex-ante* das taxas de *markup* pelas empresas. Com isso, parece que as firmas se aproveitaram de um ambiente de ampla incerteza e volatilidade para aumentar seus preços mais do que seus custos, causando maiores taxas de inflação e desigualdade (*ibid.*, p. 1).

Em conclusão, Rolim (2024, p. 1390) aponta corretamente que a *profit inflation* pode ser um vetor da inflação no curto prazo, mas não no longo prazo<sup>40</sup>. Talvez ambos os autores estejam certos: em alguns setores, de fato, as firmas podem ter sido movidas pela ganância e elevado suas margens unilateralmente (*e.g.*, setor de energia), ao passo que em outros setores apenas repassaram os maiores custos intermediários para os preços finais, mantendo-se a taxa de *markup* constante. A abordagem ortodoxa também considera a possibilidade uma inflação de lucros após a pandemia. Por exemplo, Blanchard e Bernanke (2023) contemplam esse ponto ao considerarem os *markups* das firmas como uma variável endógena, além de reconhecerem o comportamento anticompetitivo de algumas indústrias. Por fim, economistas do *Fed* observam que, embora o crescimento dos *markups* tenha sido responsável por mais da metade da inflação de 2021, tal aumento seria reflexo de uma estratégia das empresas de ajustar os preços no presente, antecipando maiores custos marginais no futuro – e não um ato de ganância (Glover, Mustre-del-Rio e von Ende-Becker, 2023, p. 33).

Vimos os muitos desafios impostos pela pandemia do novo coronavírus e como medidas excepcionais foram implementadas para promover a recuperação das economias nacionais. Ao mesmo tempo, questionamentos sobre a atuação dos bancos centrais foram levantados, no sentido de que a autoridade monetária amplie seu escopo de atuação para contemplar questões ambientais e desigualdades sociais e econômicas. Vamos examinar, na sequência, os novos caminhos a serem trilhados pela política monetária no século XXI.

---

<sup>40</sup> Isso porque, muito provavelmente, as firmas não elevam seus *markups* continuamente, mas apenas desfrutam de uma janela de oportunidades (*e.g.*, monopólios temporários e gargalos setoriais) para aumentá-los no curto prazo. Trata-se, pois, de uma questão mais conjuntural do que estrutural.

### 3.9. O FUTURO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Em um exercício de futurologia, Blanchard (2021) imagina um cenário no qual o *zero lower bound* tenha sido superado e os bancos centrais persigam metas de inflação maiores, entre 3% e 4%. Poucos pós-keynesianos seriam contra uma meta de inflação em um patamar mais alto, visto que tornaria a política monetária mais eficaz para lidar com crises.

Inicialmente, o autor (*ibid.*, p. 418) é claro ao dizer que os “*central banks must care about both inflation and activity*”. O argumento de que manter a inflação próxima da meta levaria naturalmente ao fechamento do hiato do produto perdeu força diante dos desenvolvimentos mais recentes. Isso porque “*the relation of inflation to activity is so poor and so complex, [...] that having inflation as a single target does not make much sense*”. Mas, além desses dois objetivos (produto e inflação), há quem argumente em favor de mudanças mais ambiciosas na política monetária, endereçando “*more socially ambitious targets – for example, inequality, or the unemployment rates of young black men, or the labour force participation of women*” (*ibid.*, p. 419). Todavia, Blanchard acredita que a resolução desses problemas depende de reformas estruturais e melhorias no sistema educacional, mas aponta três exceções a esse respeito.

A primeira exceção considera a histerese, caracterizada pela persistência dos efeitos de um choque mesmo após sua completa dissipação. Por exemplo, em momentos de crise econômica, os trabalhadores não qualificados são os primeiros a perder seus empregos e os últimos a recuperá-los. Nesse caso, Blanchard (2021, p. 420) defende que os bancos centrais levem em conta esse fenômeno para calibrar a política monetária mais assertivamente. Apesar disso, o autor acredita que “*this effect is present, but of limited macroeconomic scope*”.

A segunda exceção aborda o *trade-off* enfrentado pelos bancos centrais sobre trazer a inflação à meta ou fechar o hiato do produto. Blanchard (2021, p. 420) é claro em relação a essa questão: conforme as pessoas mais pobres sofrem mais com períodos de recessão, o foco dos bancos centrais deve ser manter o produto perto de seu nível potencial, mesmo que isso signifique conviver temporariamente com uma inflação acima da meta.

A terceira exceção reconhece que diferentes instrumentos de política monetária possuem impactos distintos sobre a desigualdade – *i.e.*, a taxa de juros é uma variável essencialmente distributiva (Rochon e Setterfield, 2007, p. 23). Vale notar que os pontos levantados aqui são, em maior ou menor grau, compatíveis com a teoria pós-keynesiana.

Outra importante consideração sobre o futuro da política macroeconômica trata-se da articulação entre as políticas fiscal e monetária. Blanchard (2021, p. 423) aponta que “*so long*

*as the zero lower bound is a binding constraint, there is a clear role for fiscal policy in closing the output gap, and thus allowing the central bank to achieve its inflation goal*". Para o autor, repensar o *mix* fiscal-monetário deveria ser uma agenda de pesquisa prioritária. A política macroeconômica ótima envolve uma combinação entre as políticas fiscal e monetária. Segundo Blanchard (*ibid.*, p. 423), a razão dessas duas políticas atuarem em conjunto é para evitar uma taxa de juros "neutra" abaixo da taxa de crescimento do produto, posto que isso indica um excesso de poupança. Nesse contexto, exigir-se-ia uma política fiscal expansionista, pressionando a taxa de juros "neutra" para cima e redinamizando a economia. Interessante que, ao advogar por uma política fiscal mais ativa, o autor se aproxima da tradição pós-keynesiana.

Além disso, Blanchard (2021, p. 423) discute se os bancos centrais "[...] *should care about and deal with issues ranging from global warming, to the welfare of various disadvantaged groups, to inequality more broadly*". Referente às mudanças climáticas, o autor acredita que a atuação da autoridade monetária deve focar na regulação e supervisão dos riscos financeiros induzidos pelo aquecimento global. Concernente ao bem-estar de grupos desfavorecidos, o autor considera o tema fora da alçada dos bancos centrais.

Já a questão da desigualdade, na visão do autor, é mais complexa, uma vez que alterações nos juros impactam não apenas a economia real, mas também os preços dos ativos. Por exemplo, uma política monetária expansionista estimula a atividade econômica, gerando emprego e renda. Por outro lado, provoca uma alta nos preços dos ativos, privilegiando os mais ricos. Nesse caso, Blanchard (*ibid.*, p. 424) destaca que a política fiscal pode ser um instrumento mais apropriado para reduzir o *output gap*, pois além de não promover uma bolha de ativos, ela é capaz de destinar recursos especificamente para as pessoas que mais precisam e, portanto, é mais justa do ponto de vista social.

Por fim, Deos e Ultremare (2024) reforçam o coro "*por uma política monetária mais democrática no século XXI*". Para as autoras de tradição pós-keynesiana, a "*urgência de lidar com a instabilidade financeira, a inflação, as desigualdades crescentes e com as questões ambientais aponta para a necessidade de reconfigurar o papel dos bancos centrais e das instituições monetárias, para que possam atuar de forma mais abrangente*". De fato, ainda há muitos desafios pela frente no que tange à atuação dos bancos centrais e à condução da política monetária nas próximas décadas. O *mainstream* das ciências econômicas ainda mantém muitas de suas hipóteses irrealistas, principalmente nos períodos de bonança. Nas crises, ele se aproxima timidamente da teoria pós-keynesiana. Contudo, a superação dos desafios contemporâneos só será possível à medida que economistas ortodoxos e heterodoxos

colaborarem entre si em um debate público prolífico, baseado em hipóteses factíveis e evidências empíricas, que se afaste dos discursos ideológicos e das conclusões reducionistas.

### 3.10. CONCLUSÃO

No presente capítulo, vimos como as autoridades monetárias reagiram à Grande Crise Financeira, lançando mão de políticas monetárias não convencionais, como o *quantitative easing* e o *forward guidance*. O reconhecimento de que a política fiscal importa, sobretudo em contextos nos quais o limite inferior da taxa de juros tenha sido atingido, foi uma das lições trazidas pela crise. Medidas macroprudenciais passaram a desempenhar papel mais relevante na mitigação dos riscos sistêmicos. Todos esses novos instrumentos conferiram um caráter moderno à política monetária, distanciando-a daquela engessada estrutura de três equações. Na prática, portanto, a teoria é outra. Apesar disso, os modelos conceituais do *mainstream* não se alteraram substancialmente. Os “novos” modelos de equilíbrio geral adicionaram hipóteses *ad hoc*, mas não mudaram suas características constitutivas relacionadas aos pressupostos de racionalidade dos agentes e eficiência dos mercados. Houve avanços, mas o núcleo duro do Novo Consenso Macroeconômico permaneceu essencialmente o mesmo.

Também estudamos como os bancos centrais responderam à corona-crise. Foram implementados os mesmos instrumentos de política monetária utilizados na Grande Recessão, porém em velocidade e magnitude muito maiores. Além disso, novas medidas foram criadas para lidar com os desafios específicos impostos pela pandemia: compra de ativos privados (*commercial papers* e *corporate bonds*), programas de garantias de empréstimos e flexibilização regulatória. As instituições financeiras, que ostentavam uma posição de capital forte como consequência de Basileia III, atuaram decisivamente na absorção do choque ao concederem crédito às pequenas e médias empresas. Os bancos comerciais, geralmente vistos como “vilões” da história, desempenharam papel fundamental durante o período mais turbulento da corona-crise e foram peça-chave para a superação dos problemas econômicos causados por ela.

Por fim, analisamos o debate recente sobre a inflação pós-covid à luz das escolas ortodoxa e pós-keynesiana. Foi possível observar que economistas do *mainstream*, como Mankiw (2024), Blanchard e Bernanke (2023) assumiram uma posição eclética neste debate ao destacarem perturbações no lado da oferta enquanto possível explicação para o surto inflacionário pós-pandemia. Por outro lado, continuaram defendendo fortemente o Regime de Metas de Inflação, ainda que em uma versão mais flexível – com uma meta de inflação, por

exemplo, de 4% ao ano. Outros autores ortodoxos, como Domash e Summers (2022), mantiveram uma postura conservadora, atribuindo a aceleração da inflação a um mercado de trabalho (supostamente) superaquecido. Entre os economistas pós-keynesianos, pôde-se notar um maior consenso sobre as principais causas por trás da inflação pós-covid: gargalos setoriais, desequilíbrios entre oferta e demanda e comportamento anticompetitivo das firmas.

Com base no exposto, parece seguro afirmar que o Novo Consenso Macroeconômico se aproxima timidamente da teoria pós-keynesiana em momentos de crise, mas que se afasta dela aos primeiros sinais de recuperação econômica. Mais do que isso, parece haver um diálogo maior entre as escolas sobre questões operacionais, *i.e.*, concernentes à condução da política macroeconômica. Em contrapartida, o espaço para discussão sobre questões teóricas e metodológicas parece muito mais estreito. Entretanto, esse confronto de ideias precisará ser realizado para avançarmos enquanto ciência e sermos capazes de endereçar os desafios contemporâneos de um mundo multipolarizado, marcado por crescentes desigualdades e mudanças climáticas.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O nosso campo de estudo é, por definição, essencialmente dinâmico. As ciências econômicas se modificam à medida que a própria realidade se transforma. E o mundo nunca mudou tão rápido quanto atualmente. Tendo isso em vista, esta pesquisa buscou jogar luz sobre os impactos que as crises recentes tiveram sobre o Novo Consenso Macroeconômico. Mais do que isso, este trabalho buscou entender se as transformações recentes do *mainstream* aproximaram-no da teoria pós-keynesiana.

Para tanto, foi necessário transitar por diferentes níveis de abstração. A começar pelo Capítulo 1, que descreveu a história do pensamento econômico nas últimas décadas. Para compreendermos a formação do Novo Consenso Macroeconômico foi preciso voltar no tempo e analisar as contribuições do monetarismo, dos novos clássicos e dos novos keynesianos. Identificamos que as características estruturantes dessa escola são os modelos de equilíbrio geral, os conceitos de racionalidade e maximização provenientes da microeconomia neoclássica e as rigidezes de preços e salários. O Regime de Metas de Inflação, principal produto desta escola, tem pautado a política monetária de diversos países mundo afora. De acordo com esta abordagem, os bancos centrais devem garantir, por meio de ajustes na taxa de juros básica da economia, a estabilidade inflacionária. Por fim, estudamos a escola pós-keynesiana e os seus principais elementos teóricos: princípio da demanda efetiva, incerteza fundamental e a importância da distribuição de renda. Discutimos algumas das alternativas de política monetária ofertadas pelos pós-keynesianos.

No Capítulo 2, descemos o nível de abstração e nos aprofundamos em algumas discussões teóricas sobre política monetária. Entendemos como surgiu e se popularizou a Regra de Taylor, além das suas semelhanças e diferenças em relação à abordagem wickselliana de fundos emprestáveis. Investigamos as múltiplas interpretações sobre a NAIRU. Destacamos os efeitos da política monetária sobre a desigualdade de renda, tema ainda pouco debatido na literatura. Finalmente, examinamos o potencial da modelagem baseada em agentes substituir os modelos DSGE. O movimento que fizemos aqui visou pavimentar o caminho para os temas abordados na sequência.

Por último, o Capítulo 3 teve uma abordagem mais concreta, em que avaliamos a reação das autoridades monetárias à Grande Crise Financeira e à pandemia do novo coronavírus. Conhecemos mais sobre as políticas monetárias não convencionais, como o *quantitative easing* e o *forward guidance*, para estabilizar os mercados financeiros e estimular a economia quando as taxas de juros já atingiram seu limite inferior. A principal diferença nas respostas às crises

mencionadas foi o papel desempenhado pelos bancos comerciais. É claro: a Grande Crise Financeira se originou no sistema financeiro. Portanto, as instituições financeiras foram especialmente prejudicadas quando a crise do *subprime* se instaurou e precisaram ser amparadas pelos bancos centrais, em conformidade com sua função de emprestador de última instância. Por outro lado, a atuação dos bancos comerciais durante a pandemia foi crucial para amortecer os impactos econômicos, principalmente ao conceder empréstimos a pequenas e médias empresas, permitindo que esses negócios atravessassem aquele período turbulento. É verdade que os bancos só foram capazes de responder tão prontamente a essas necessidades por causa das suas sólidas posições de capital, decorrentes em grande medida das regulamentações de Basileia III.

Avançamos também sobre o debate da inflação pós-covid, analisando-o sob a lupa do “*team transitory*” e do “*team permanent*”. O primeiro atribuiu o surto inflacionário à desarticulação das cadeias globais de produção, aos gargalos setoriais e às mudanças nos padrões de demanda causadas pela pandemia. Para esses autores, assim que esses fatores se ajustassem, a inflação cessaria. O segundo argumentou que os amplos pacotes fiscais geraram um excesso de demanda agregada, pressionando os preços para cima. Conforme essa interpretação, a autoridade monetária deveria agir incisivamente, elevando os juros para conter a inflação e ancorar as expectativas. Os pós-keynesianos, de maneira geral, se identificam ao “*team transitory*”. Autores proeminentes do *mainstream*, como Mankiw, Blanchard e Bernanke assumiram uma postura eclética no debate, reconhecendo os distúrbios do lado da oferta, mas sem abrir mão da cartilha ortodoxa.

Com base nisso, foi possível concluir que, em momentos de crise, parece haver maior abertura para o debate entre ortodoxos e heterodoxos. Mesmo durante esses períodos, o diálogo é limitado. Por exemplo, é possível discutir a validade das hipóteses de racionalidade perfeita e de agentes representativos, mas jamais se coloca em dúvida a validade dos modelos de equilíbrio geral. Ainda assim, tais discussões são extremamente valiosas, visto que elas fazem o conhecimento evoluir. Embora longe de serem perfeitos, os “novos” modelos de equilíbrio geral, com agentes heterogêneos e fricções financeiras já representam algum avanço. Ademais, um dos méritos desta monografia foi organizar o debate e mostrar que a interação entre diferentes ideias não só é possível, como também é bem-vinda. Em um mundo complexo, somente uma abordagem pluralista permitirá que resolvamos os problemas que se colocam diante de nós. Conversar com aqueles que pensam diferente será fundamental. Portanto, o debate de ideias é o meio através do qual as ciências econômicas continuarão avançando em direção à sua maturidade.

Uma limitação do trabalho foi o pequeno número de estudos empíricos analisados em comparação aos estudos teóricos. Ademais, tangenciamos a questão metodológica, mas não fizemos uma análise detalhada sobre os modelos de equilíbrio geral *vis-à-vis* os modelos baseados em agentes. Por fim, mencionamos as relações entre política monetária, desigualdades e mudanças climáticas, mas não exploramos a fundo esses temas. Desse modo, o avanço sobre essas linhas de pesquisa é de fundamental importância para a evolução do nosso campo do conhecimento. O esforço de síntese entre elementos da teoria pós-keynesiana e do Novo Consenso Macroeconômico cumprirá papel cada vez mais importante para lidarmos com os desafios contemporâneos de um mundo instável, não-linear e em constante transformação.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARESTIS, P.; SAWYER, M. **Reinventing Fiscal Policy**. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 26, no. 1, p. 3–25, 2003a.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. **Inflation Targeting: A Critical Appraisal**. Levy Economics Institute Working Paper No. 388, 2003b.
- AZARIADIS, C. **Implicit Contracts and Underemployment Equilibria**. *Journal of Political Economy*, vol. 83, no. 6, p. 1183–202, 1975.
- BAILY, M. N. **Wages and Unemployment under Uncertain Demand**, *Review of Economic Studies*, vol. 41, p. 37-50, 1974.
- BALL, L.; MANKIW, G.; ROMER, D. **The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off**. *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, p. 1-65, 1988.
- BELLUZZO, L.G.; GALÍPOLO, G. **Manda quem pode, obedece quem tem prejuízo**. Editora Contracorrente, 1 ed., 2017.
- BERNANKE, B. S. **The New Tools of Monetary Policy**. *American Economic Review*, vol. 110, no. 4, p. 943–983, 2020.
- BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. **Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?** *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, no. 2, p. 97–116, 1997.
- BLANCHARD, O. J. **The State of Macro**. *Annual Review of Economics*, vol. 1, p. 209-228, 2009.
- BLANCHARD, O. J.; FISCHER, S. **Lectures on Macroeconomics**. MIT Press, Cambridge, 1989.
- BLANCHARD, O. J.; SUMMERS, L. H. **Hysteresis in unemployment**. *European Economic Review*, vol. 31, no. 1-2, p. 288–295, 1987.
- BLANCHARD, O. **Looking Forward: Monetary Policy post-Covid**, p. 417-424, 2021. *In: Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era*, CEPR, 2021.
- BLANCHARD, O. **Macroeconomics: Global Edition**. Pearson, 8 ed., 2020.
- BLANCHARD, O.; BERNANKE, B. S. **What Caused the US Pandemic-Era Inflation?** NBER Working Paper 31417, 2023.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking Macroeconomic Policy**. International Monetary Fund, IMF Staff Position Note, 2010.
- BLECKER, R. **Wage-led versus profit-led demand regimes: the long and the short of it**. *Review of Keynesian Economics*, vol. 4, no. 4, p. 373-390, 2016.

BLINDER, A. **On Sticky Prices: Academic Theories Meet the Real World.** *In: Monetary Policy*, National Bureau of Economic Research, Inc, p. 117-154, 1994.

BORIO, C. **Central Banks and the Covid-19 Economic Crisis**, p. 313-325, 2021. *In: Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era*, CEPR, 2021.

CAPLIN, A.; SPULBER, D. **Menu Costs and the Neutrality of Money.** *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 102, no. 4, p. 703-25, 1987.

CARVALHO, F. C. **Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana.** *Porto Alegre, Ensaios FEE*, vol. 17, p. 42-77, 1996.

CHRISTIANO, L. J.; EICHENBAUM, M. S.; TRABANDT, M. **On DSGE Models.** *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, no. 3, p. 113–140, 2018.

DAVIDSON, P. **Can, or should, a central bank inflation target?** *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28, no. 4, p. 689–703, 2006.

DAVIDSON, P. **The Post Keynesian school.** *In: SNOWDON, B.; VANE, H. Modern Macroeconomics: Its Origin, Development and Current State.* 1. ed. Edward Elgar, p. 451-473, 2005.

DE PAULA, L. F.; SARAIVA, P. **A Review of the Research Program of the New Consensus Macroeconomics: An Assessment of the Mainstream Debate after the US Financial Crisis.** Artigo apresentado no IX Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2016.

DEOS, S.; ULTREMARE, F. **Bancos Centrais como Instituições Políticas: Por uma Política Monetária Mais Democrática no Século XXI.** Texto para discussão no. 471, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), 2024.

DEQUECH, D. **Neoclassical, mainstream, orthodox, and heterodox economics.** *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, no. 2, p. 279–302, 2007.

DOMASH A.; SUMMERS, L. **A Labor Market View on the Risks of a U.S. Hard Landing.** *Journal of Policy Modeling*, vol. 44, no. 4, p. 758-767, 2022.

DUGUID, K. **If Team Transitory Was Right, the Fed Can Cut Rates Whenever it Wants.** *Financial Times*, 2024. Disponível em: <https://www.ft.com/content/8642804b-04bd-40b5-a1ba-b75d83e2a057>. Acesso em: 17 nov., 2024.

EICHENGREEN, B.; EL-ERIAN, M.; FRAGA, A.; ITO, T.; PISANI-FERRY, J.; PRASAD, E.; RAJAN, R.; RAMOS, M.; REINHART, C.; REY, H.; RODRIK, D.; ROGOFF, K.; SHIN, H. S.; VELASCO, A.; WEDER DI MAURO, B.; YU, Y. **Rethinking Central Banking.** Brookings Institution, 2011.

ENGLISH, W.; FORBES, K.; UBIDE, A. **Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era: Key Insights and Challenges for the Future**, p. 3-27, 2021. *In: Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era*, CEPR, 2021.

ERBER, F. S. **Convenções de Desenvolvimento no Brasil Contemporâneo: Um Ensaio de Economia Política**. Discussion Papers 1531, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2010.

FAGIOLO, G; ROVENTINI, A. **Macroeconomic Policy in DSGE and Agent-Based Models Redux: New Developments and Challenges Ahead**. SSRN Electronic Journal, 2016.

FISCHER, S. **Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule**. Journal of Political Economy, vol. 85, p. 191-205, 1977.

GALBRAITH, J.K. **The Affluent Society. 40th anniversary edition**. Boston: Houghton-Mifflin, 1998.

GLOVER, A.; MUSTRE-DEL-RÍO, J.; VON ENDE-BECKER, A. **How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?** Economic Review, vol. 108, no. 1, p. 23-35, 2023.

GOODFRIEND, M.; KING, R. **The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy**. NBER Macroeconomics Annual, vol. 12, p. 231-296, 1997.

GORDON, D. F. **A Neo-Classical Theory of Keynesian Unemployment**. Economic Inquiry, vol. 12, p. 431-59, 1974.

GORDON, R. J. **What Is New-Keynesian Economics?** Journal of Economic Literature, vol. 28, no. 3, p. 1115–71, 1990.

GREENWALD, B.; STIGLITZ, J. E. **Keynesian, New Keynesian and New Classical Economics**. Oxford Economic Papers, vol. 39, no. 1, p. 119–33, 1987.

**Has Team Transitory Really Won America's Inflation Debate?** The Economist, 2024. Disponível em: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2024/01/10/has-team-transitory-really-won-americas-inflation-debate>. Acesso em: 17 nov., 2024.

HEIN, E. **Post-Keynesian macroeconomics since the mid 1990s: main developments**. European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, vol. 14, no. 2, p. 131–172, 2017.

HEIN, E. **Wage Bargaining and Monetary Policy in a Kaleckian Monetary Distribution and Growth Model: Trying to Make Sense of the NAIRU**. European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, vol. 3, no. 2, p. 305–329, 2006.

KALECKI, M. **Selected Essays in the Dynamics of the Capitalist Economy**. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.

KEYNES, J.M. **The General Theory and After: A Supplement**. In: **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. London: Macmillan, St. Martin's Press and Cambridge University Press, 1973.

KRIESLER, P.; LAVOIE, M. **The New Consensus on Monetary Policy and its Post-Keynesian Critique**. Review of Political Economy, vol. 19, p. 387-404, 2007.

KRUGMAN, P. **The Profession and the Crisis**. Eastern Economic Journal, vol. 37, no. 3, p. 307–312, 2011.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. C. **Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans**. Journal of Political Economy, vol. 85, no. 3, p. 473–491, 1977.

LAVOIE, M. **Conflictual Inflation and the Phillips Curve**. Review of Political Economy, p. 1–23, 2024.

LAVOIE, M. **Monetary Policy in an Economy with Endogenous Credit Money**. Money in Motion, p. 532–545, 1996.

LAVOIE, M. **Post-Keynesian Economics: New Foundations**. 2. ed. Edward Elgar, 2022.

LAVOIE, M. **The origins and evolution of the debate on wage-led and profit-led regimes**. European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, vol. 14, no. 2, p. 200–221, 2017.

LAVOIE, M. **Some controversies in the causes of the post-pandemic inflation**, 2023. Disponível em: <https://medium.com/@monetarypolicyinstitute/some-controversies-in-the-causes-of-the-post-pandemic-inflation-1480a7a08eb7>. Acesso em: 17 nov., 2024.

LAVOIE, M.; SECCARECCIA, M. **Interest Rate: Fair**. In: P. O’Hara (ed.), **Encyclopedia of Political Economy**, vol. 1, London: Routledge, p. 543–545, 1999.

LIMA, G. T.; SETTERFIELD, M. **Inflation targeting and macroeconomic stability in a Post Keynesian economy**. Journal of Post Keynesian Economics, vol. 30, no. 3, p. 435–461, 2008.

MACEDO E SILVA, A. C. **Lei de Say, equilíbrio e demanda efetiva**. Texto para discussão no. 50, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), 1995.

MANKIW, G. **[Markups and the Business Cycle]: Comment**. NBER Macroeconomics Annual, vol. 6, p. 129–133, 1991.

MANKIW, G. **Macroeconomist as Scientist and Engineer**. Journal of Economic Perspectives, vol. 20, no. 4, p. 29–46, 2006.

MANKIW, G. **Six beliefs I have about inflation: Remarks prepared for NBER conference on “Inflation in the Covid era and beyond”**. Journal of Monetary Economics, vol. 148, p. 1–4, 2024.

MINSKY, H. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Heaven: Yale University Press, 1986.

MISHKIN, F. S. **Monetary policy strategy: lessons from the crisis**. NBER Working Paper 16755, 2011.

MISHKIN, F. S. **Will monetary policy become more of a science**. Working Paper 13566, NBER, 2007.

MOHUN, S. **Class structure and the US personal income distribution, 1918–2012**. Metroeconomica, vol. 67, no. 2, p. 334–363, 2016.

MUTH, J. F. **Rational Expectations and the Theory of Price Movements**. *Econometrica*, vol. 29, no. 3, p. 315–35, 1961.

PALLEY, T. **Gattopardo economics: The crisis and the mainstream response of change that keeps things the same**. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, Edward Elgar Publishing, vol. 10, p. 193-206, 2013.

PARIKH, T. **Why team transitory is still wrong**. *Financial Times*, 2023. Disponível em: <https://www.ft.com/content/e68ce6a9-bc4c-4cb0-ac24-75a319dfdca9>. Acesso em: 17 nov., 2024.

PRESSMAN, S. **Dealing with Rising Inequality: Is the Fed Up for the Task, or Will Everyone Get Fed Up?** *Review of Political Economy*, p. 1–20, 2024.

ROBINSON, J. **Contributions to Modern Economics**. 1. ed. Elsevier Monographs, Elsevier, 1978.

ROBINSON, J. **The Accumulation of Capital** (London: Macmillan), 1956.

ROCHON, L. P.; SECCARECCIA, M. **A Primer on Monetary Policy and Income Distribution: A Heterodox Approach**. *Ensayos Económicos*, p. 5–25, 2021.

ROCHON, L. P.; SETTERFIELD, M. **Interest Rates, Income Distribution, and Monetary Policy Dominance: Post Keynesians and the ‘Fair Rate’ of Interest**. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, no. 1, p. 13–42, 2007.

ROLIM, L. **Inflation, Unemployment, and Inequality: Beyond the Traditional Phillips Curve**. *Review of Political Economy*, p. 1–16, 2024.

ROLIM, L. **Overhead Labour and Feedback Effects between Capacity Utilization and Income Distribution: Estimations for the USA Economy**. *International Review of Applied Economics*, vol. 33, no. 6, p. 756–773, 2019.

ROLIM, L.; CARVALHO, L.; LANG, D. **Monetary Policy Rules and the Inequality-Augmented Phillips Curve**. *Economic Modelling*, vol. 139, 2024.

ROLIM, L.; KAPPES, S. **What is Monetary Policy? Implications for Growth and Income Distribution**, p. 1-16, 2024. No prelo.

ROLIM, L.; MARINS, N. **Foreign price shocks and inflation targeting: Effects on income and inflation inequality**. Working Paper No. 207/2023, Institute for International Political Economy (IPE), p. 1-21, 2023.

ROSSI, S. **The distributional impacts of inflation-targeting strategies**. In: Sylvio Kappes & Louis-Philippe Rochon & Guillaume Vallet (ed.), **Central Banking, Monetary Policy and Income Distribution**, Edward Elgar Publishing, Chapter 11, p. 261-273, 2023.

SARAIVA, P. J.; DE PAULA, L. F.; MODENESI, A. M. **Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais**. Revista Economia e Sociedade, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), vol. 26, no. 1, p. 1–44, 2017.

SARAIVA, P.; DE PAULA, L. F.; MODENESI, A. D. M. **Da grande moderação a grande recessão: algumas considerações acerca da construção e revisão do novo consenso macroeconômico a partir da crise de 2007-2008**. Geosul, vol. 34, no. 70, p. 261–285, 2019.

SAY, J. B. **Traité d'économie politique**, 2. ed., 1814. In: MIGLIOLI, J. **Acumulação de Capital e Demanda Efetiva**. Tese de Livre Docência, p. 7-8, 1979.

SCREPANTI, E.; ZAMAGNI, S. **An Outline of the History of Economic Thought**. 2. ed. Oxford University Press, New York, 2005.

SECCARECCIA, M.; LAVOIE, M. **Income Distribution, Rentiers, and Their Role in a Capitalist Economy**. International Journal of Political Economy, vol. 45, no. 3, p. 200–223, 2016.

SECCARECCIA, M.; MATAMOROS, G. **Is "Inflation First" Really "Rentiers First"? The Taylor Rule and Rentier Income in Industrialized Countries**. INET Working Paper No. 209, New York: Institute for New Economic Thinking, 2023.

SICSÚ, J. **Keynes e os Novos Keynesianos**. Revista de Economia Política, vol. 29, no. 2, p. 329-349, 1999.

SICSÚ, J. **Lições da Crise de 2008 e 2009 – opinião**. CartaCapital, 2019. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/opiniao/licoes-da-crise-de-2008-e-2009>. Acesso em: 16 dez., 2023.

SNOWDON, B.; VANE, H. **Modern Macroeconomics: Its Origin, Development and Current State**. 1. ed. Edward Elgar, 2005.

STIGLITZ, J. **Where Modern Macroeconomics Went Wrong**. Oxford Review of Economic Policy, vol. 34, no. 1-2, p. 70–106, 2018.

STIGLITZ, J. **A Victory Lap for the Transitory Inflation Team**. Project Syndicate, 2023. Disponível em: <https://www.project-syndicate.org/commentary/transitory-us-inflation-reflected-supply-disruptions-and-sectoral-shifts-not-aggregate-demand-by-joseph-e-stiglitz-2023-11?barrier=accesspaylog>. Acesso em: 17 nov., 2024.

STIGLITZ, J. **Time for a Victory Lap?** Prospect, 2024. Disponível em: <https://prospect.org/economy/2024-01-04-time-for-victory-lap>. Acesso em: 17 nov., 2024.

STOCKHAMMER, E. **Determinants of the Wage Share: A Panel Analysis of Advanced and Developing Economies**. British Journal of Industrial Relations, vol. 55, no. 1, p. 3–33, 2015.

STOCKHAMMER, E. **Is the NAIRU theory a Monetarist, New Keynesian, Post Keynesian or a Marxist theory?** Metroeconomica, vol. 59, no. 3, p. 479–510, 2008.

STOCKHAMMER, E. **Wage-led versus profit-led demand: what have we learned? A Kaleckian–Minskyan view.** *Review of Keynesian Economics*, vol. 5, no. 1, p. 25–42, 2017.

STORM, S. **Profit Inflation is Real.** *PSL Quarterly Review*, vol. 76, no. 306, p. 243-259, 2023.

STORM, S. **The Art of Paradigm Maintenance: How the New Keynesian “Science of Monetary Policy” Tries to Deal with the Inflation of 2021–2023.** *European Journal of Economics and Economic Policies Intervention*, vol. 21, no. 2, p. 248–278, 2024.

SUMMERS, L. *In: Larry Summers calls for high unemployment to curb inflation.* *Fortune*, 2022. Disponível em: <https://fortune.com/2022/06/21/larry-summers-calls-for-high-unemployment-to-curb-inflation>. Acesso em: 17 nov., 2024.

TAVARES, M. C. **A retomada da hegemonia americana.** *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 5, no. 2, p. 5-15, 1985.

TAYLOR, J. **A Core of Practical Macroeconomics.** *American Economic Review*, vol. 87, p. 233-35, 1997.

TAYLOR, J. **Aggregate Dynamics and Staggered Contracts.** *Journal of Political Economy*, vol. 88, p. 1-23, 1980.

TAYLOR, J. **Teaching modern macroeconomics at the principles level.** *American Economic Review*, vol. 90, no. 2, 2000.

TAYLOR, J. **The Explanatory Power of Monetary Policy Rules.** *Business Economics*, vol. 42, no. 4, p. 8–15, 2007.

TINBERGEN, J. **On the Theory of Economic Policy.** Amsterdam: North Holland, 1952.

WEBER, I. M.; WASNER, E. **Sellers’ Inflation, Profits and Conflict: Why Can Large Firms Hike Prices in an Emergency?** *Review of Keynesian Economics*, vol. 11, no. 2, p. 183–213, 2023.