

Revisão Pós-Crise do Novo Consenso Macroeconômico: Mais do mesmo?

Paulo José Saraiva*, Luiz Fernando de Paula** e André de Melo Modenesi***

Resumo: O presente artigo efetua uma crítica à revisão do Novo Consenso Macroeconômico feita por economistas do *mainstream* desde a crise de 2007-08 a partir de uma abordagem pós-keynesiana. Para tanto, inicialmente são analisados os elementos teóricos que foram reafirmados pelos autores do Novo Consenso e na sequência são avaliadas as propostas de flexibilização do regime de metas de inflação e outras mudanças de política econômica proposta. Finalmente conclui-se que a essência da visão ortodoxa foi mantida e as propostas de mudança não significam uma mudança no paradigma teórico convencional, na medida em que corresponde “mais do mesmo”.

Palavras-chave: Novo Consenso Macroeconômico, política monetária, economia pós-keynesiana

Abstract: This paper aims at assessing the post-2007-08 crisis' revision of the New Consensus Macroeconomics from a Post Keynesian criticism approach. For this purpose, the paper firstly assesses the theoretical fundamentals that were reaffirmed by the authors of the New Consensus and in the sequence it evaluates the purposes of flexibility of the inflation targeting regime and other changes in the economic policy. Finally, the paper concludes that the essence of the orthodox view has been maintained and does not mean a change in the conventional paradigm and therefore the proposed changes are only 'more of the same'.

Key-words: New Consensus Macroeconomics, monetary policy, Post-Keynesian economics

Classificação JEL: B50; E52; F62

Área temática: 6. Dinheiro, finanças internacionais e crescimento

* Professor Adjunto do Departamento de Economia da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Campus de Três Rios (UFRRJ). Email: pjsaraiva@terra.com.br

** Professor Titular da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ) e Pesquisador do CNPq. Email: luizfpaula@terra.com.br

*** Professor Adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e Pesquisador do CNPq. Email: amodenesi@gmail.com

1. Introdução

A crise financeira iniciada no EUA em 2007-2008 e a Grande Recessão global que a seguiu exigiram a implantação de um amplo conjunto de políticas não convencionais, resultando na revisão do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) por economistas do *mainstream*. As divergências tornam-se significativas, variando desde uma proposta de mudança mais profunda na qual o foco da política monetária (PM) deve ser direcionado para a estabilidade financeira (“*Financial stability is price stability*”), passando por uma flexibilização no regime de metas de inflação (RMI) (“*Leaning Against the Wind Vindicated*”) até a sua reafirmação irrestrita (“*Modified Jackson Hole Consensus*”). Contudo, em meio a tantos desacordos, o intenso debate em curso no *mainstream* caminha para uma posição intermediária (“*Leaning Again at the Wind Vindicated*”), como a principal referência para a condução da política econômica pós-crise, sendo este utilizado na discussão deste artigo.

Nesta perspectiva os principais elementos do NCM que tiveram ampla convergência e aceitação, mantidos na revisão pós-crise de 2007-08, podem ser sintetizados conforme Mishkin (2011; 2012): i) A inflação é sempre e em qualquer lugar um fenômeno monetário; ii) Existência de *trade off* de curto prazo, inexistência de *trade off* de longo prazo, taxa natural de desemprego e expectativas racionais; iii) A tese de inconsistência temporal, o viés inflacionário da PM discricionária e a tese do Banco Central Independente; iv) A validade do princípio e da regra de Taylor; e v) Uso da meta inflação enquanto a ancora nominal. Já as propostas de mudanças na política econômica referem-se: vi) A autoridade monetária deverá incorporar o gerenciamento de risco a PM, além de operar a regulação macroprudencial; vii) Controle de capitais e gerenciamento de câmbio como instrumentos temporários em economias emergentes; e viii) Política fiscal orientada ao “espaço fiscal” e estabilizador automático.

Contudo, de acordo com os pós-keynesianos (Palley, 2013), a revisão do NCM é um “*Gattopardo Economics*”, na medida em que corresponde a um “mudar para deixar tudo igual”. Tal fato se deve a manutenção de hipóteses e modelos teóricos que preservam a essência do NCM e do (RMI). A aceitação de falhas de mercado, especificamente nos mercados financeiros, exigiu a incorporação da política financeira e do gerenciamento de risco ao escopo da PM, porém como um objetivo subordinado a meta de inflação para um horizonte de médio e longo prazo. Já a política fiscal permanece dependente dos objetivos da PM, porém é alçada a categoria de instrumento anticíclico de curto prazo. Ressalta-se ainda que para as economias em desenvolvimento a gestão do câmbio e o controle de capitais passam a ser oportunas para os períodos de exceção (crises financeiras), de modo similar as PM não convencionais (não juros).

Este artigo analisa os pressupostos teóricos e implicações de política econômica que foram mantidas pela revisão do NCM, além de apontar as limitações das mudanças propostas pela revisão do NCM, a partir de uma perspectiva heterodoxa, sobretudo pós-keynesiana¹. Para tanto, o artigo está dividido em três seções, além desta introdução. Na seção 2 são apresentadas as críticas a cada um dos pressupostos teóricos reafirmados pelo NCM, além explorar algumas divergências dentro da própria ortodoxia. Na seção 3 analisam-se as propostas de mudanças na PM, políticas financeira e fiscal, bem como o debate em torno do controle de capitais e o gerenciamento de câmbio para as economias em desenvolvimento. Por fim, a seção 4 conclui o artigo.

2. Manutenção dos fundamentos teóricos e a essência do novo consenso

A preservação das hipóteses de que a inflação é um fenômeno eminentemente monetário, da existência de uma taxa natural de desemprego, de expectativas racionais, inconsistência temporal de planos ótimos e independência do BC, reafirma a concepção de que o livre mercado contém elementos intrínsecos capazes de alocar os recursos de forma eficiente, no sentido de “ótimo de Pareto”, promovendo melhores resultados econômico no longo prazo. Na sequência será mostrada as limitações da revisão do NCM, os desacordos e as restrições dos fundamentos teóricos que permanecem, além da ausência de comprovações empíricas que corroborem a eficiência das suas políticas.

Ressalta-se que nessa seção a discussão privilegia o debate conceitual, em boa medida como decorrência da abrangência de teorias que serão abordadas, o que impede um tratamento teórico mais rigoroso das questões elencadas. Contudo, essa simplificação não compromete o debate, dado que o foco central da seção é a crítica heterodoxa aos elementos teóricos que foram preservados pela ortodoxia no debate pós crise América de 2007/08.

i) “A inflação é sempre e em qualquer lugar um fenômeno monetário”

A proposição da inflação enquanto um fenômeno estritamente monetário foi revisto por Mishkin (2012) que identificou a forte elevação do déficit fiscal, em diversas economias², como decorrência da crise financeira atual. A política fiscal foi acionada para promover gastos, além de operar conjuntamente com a PM para o reestabelecimento da economia, ao mesmo tempo em que a

¹ Cabe ressaltar que não se pretende aqui realizar uma resenha exaustiva nem dos autores do Novo Consenso nem, tampouco, de autores heterodoxos.

² Tal fato foi evidenciado no pós-crise 2007-08 nos EUA e em alguns países europeus, como por exemplo Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha.

queda do nível de atividade promoveu a redução das receitas tributárias. Segundo Reinhart e Rogoff (2009), o baixo crescimento econômico limita a obtenção de receitas e constrange a elevação de tributos, o que impede a redução do déficit público, em um horizonte de curto e médio prazo, resultando em uma crise fiscal.

Mishkin (2012) aponta para a possibilidade de dominância fiscal, em diversos países, na qual a necessidade do BC monetizar a dívida pública, em algum momento, faz com que a inflação se eleve como decorrência dos déficits governamentais e conseqüentemente das expectativas de alta nos preços por parte dos agentes. Ainda que seja uma exceção, a inflação causada pela elevação de déficits públicos gerados por uma crise financeira mantém o argumento de inflação de demanda e a visão quantitativa da relação direta entre oferta de moeda e nível de preços. Esta relação é mantida na revisão do NCM, sendo formalizada pela curva de Phillips que pressupõem que a inflação é causada pelo excesso de demanda e pelas expectativas inflacionárias dos agentes. Nesta equação, o canal de transmissão da PM sobre a demanda agregada ocorre por meio da taxa de juros de longo prazo.

De forma complementar Clarida *et al.* (1999) e Woodford (2012) argumentam que a inflação de custo é captada pelo termo estocástico que representa os fatores de custos (por exemplo: salários e lucros) que afetam o nível de preços. Contudo, é suposto que este varia de modo aleatório, não são serialmente correlacionados e apresentam a média dos desvios iguais a zero, o que implica que o efeito da inflação de custos no longo prazo é igual a zero. Como resultado, a autoridade monetária deverá identificar as fontes de choques no ciclo econômico, de modo a ajustar a taxa futura de juros de longo prazo através da taxa nominal de curto prazo para os choques de demanda, porém a taxa nominal deve permanecer constante quando ocorrerem choques de oferta (Clarida *et al.*, 1999). Caso contrário, o BC enfrentará um *trade off* de curto prazo entre estabilizar a inflação ou o produto (Bernanke, 2004).

Arestis e Sawyer (2006) questionaram a proposição, alegando que esta ignora o fato dos choques de oferta tem efeitos duradouros, impactando a inflação dos períodos subsequentes, além das expectativas dos agentes. Ademais, Arestis e Sawyer (2004) argumentam que as evidências empíricas³ não suportam a alegação de que RMI é uma política eficiente para conter a inflação de demanda, bem como questionam a utilização da taxa de juros como um instrumento adequado para influenciar a demanda agregada. Segundo Arestis e Sawyer (2006) um RMI não é adequado para lidar

³ Arestis e Sawyer (2004), utilizando modelos macroeconômicos de análise econômica do BC Europeu, do Banco da Inglaterra e do FED, encontraram evidências de que as mudanças na taxa de juros têm um efeito fraco sobre a inflação (entre 0,2 e 0,3%, para uma variação de 1% na taxa de juros de curto prazo), ao passo que os efeitos mais significativos ocorrem nas variáveis reais, particularmente no investimento.

com pressões inflacionárias geradas por choques de oferta, por conflitos distributivos e pela capacidade produtiva insuficiente para absorver a força de trabalho potencial.

De fato, a teoria pós-keynesiana identifica que a inflação é provocada por fatores relacionados ao lado da demanda e da oferta (Modenesi, (2005, p.200-203). A primeira decorre de pressões de demanda quando a utilização da capacidade instalada se encontra próxima ao nível de pleno emprego, enquanto que a segunda, de modo independente da demanda e do nível de desemprego, origina-se dos custos de produção e demais componentes da formação dos preços de venda. A PM poderá funcionar no controle da inflação de demanda, embora não seja a política mais apropriada⁴, ao passo que é inadequada para inflação de custo, sendo que nesta última, ela atua sobre os efeitos e não sobre a causa, sendo mais convenientes outros instrumentos de política econômica.

De modo complementar, Davidson (2006) e Palley (2013) identificam a inflação de renda⁵ como um segundo elemento para o debate em torno de políticas anti-inflacionárias. Neste tipo de inflação, observa-se que os contratos futuros (preços a prazo) serão influenciados pelos preços à vista. Quando os preços sobem acima da produtividade marginal do capital, geram ganhos de renda para os proprietários dos fatores de produção.

A implicação de uma definição mais precisa das causas da inflação, segundo Davidson (2006), representa que o aumento de preços spot (inflação de estoque) apresenta uma tendência de se dissipar, embora possa demorar algum tempo. Na medida em que o aumento dos preços (a vista) tende a estimular a produção industrial e conseqüentemente o aumento de estoques reduzirá os preços, pois não induz aumento dos custos de produção. No entanto, o risco é de que o aumento dos preços spot influencie a alta dos contratos relacionados aos preços a prazo (inflação de renda), promovendo uma elevação contínua dos preços. Para debelar este tipo de inflação o mecanismo mais eficiente seria uma política de renda que evitasse um aumento da renda monetária acima da produtividade por fator produzido. Segundo Weintraub, apud Davidson (2006, p. 698), existem três causas para a inflação de renda:

1. Diminishing returns inflation where the marginal productivity of workers decreases as output flow increases, even as the money cost per unit of factor input is unchanged. Diminishing returns inflation is probably small in most industrialized nations. Nevertheless, it is a real cost of expansion toward full employment where no one should have a vested interest in obtaining low prices just because output is low and employment is low. 2. Monopoly or profits inflation occurs when entrepreneurs attempted to raise prices relative to production costs, thereby increasing profit margin per unit of output. 3. Factor price inflation occurs when owners of the factor inputs of

⁴A taxa de juros pode ter efeitos adversos no investimento, termos de troca, fluxo de capitais e câmbio, impactando negativamente sobre o nível de atividade econômica, bem como sobre a estabilidade financeira (Arestis, 2009).

⁵ Entende-se a inflação de renda aquela criada por um conflito distributivo.

production demand higher monetary income for each unit of input relative to any improvement in productivity per unit of input, such as wage-cost inflation.

Uma terceira e última abordagem sobre fontes de inflação é apresentada por Arestis e Sawyer (2005), a partir da discussão sobre o tamanho da capacidade instalada de uma economia que não corresponde, necessariamente, ao nível de pleno emprego da força de trabalho. Nesta perspectiva, as pressões inflacionárias decorrem do nível de operação das empresas, do conflito distributivo e das pressões de demanda. No primeiro caso, as empresas operam abaixo ou acima da sua capacidade normal, determinando diversos níveis de desemprego, de renda e da demanda e conseqüentemente impactando sobre os níveis de preços da economia. O conflito distributivo, por sua vez, deriva da tentativa de apropriação da renda por parte dos trabalhadores e empresários: “An increase in the rate of inflation can be viewed as arising from some combination of the intention of some groups to increase their share of income and on enhanced opportunity to do so. A higher level of demand for labour may, for example, be seen as an enhanced opportunity for workers to increase their share. But a related higher level of demand for output would allow firms to increase their profits” (Arestis e Sawyer, 2005, p.960).

ii) **Inexistência de *trade off* de longo prazo entre inflação e desemprego, expectativas racionais e a taxa natural de desemprego**

A curva de Phillips com a incorporação de expectativas racionais e de informação imperfeita resultou na aceitação de um *trade off* de curto prazo entre o nível de preços e o produto. De forma complementar a suposição de que os agentes “racionais” não cometem erros sistemáticos, foi associada à hipótese de existência de uma taxa natural de desemprego e utilizada pelos Novos Clássicos na argumentação de inexistência de um *trade off* de longo prazo. As implicações teóricas e práticas destes dois elementos, bem como dos modelos constituídos a partir destes pressupostos, tais como a inconsistência temporal de planos ótimos e a independência do BC, representaram os fundamentos do NCM que lançou as bases de um RMI. Contudo, a reedição da dicotomia clássica, através de um arcabouço teórico mais refinado, não foi capaz de sustentar a tese da neutralidade da moeda no longo prazo.

Ainda que fossem teoricamente plausíveis as implicações de expectativa racionais, esta teria de ser corroborada pelas evidências empíricas, o que não é confirmado por Blinder (1997, p.242), “The rational-expectations revolution was supposed to fix all that and to provide economists with a theoretically grounded model of expectations. That it may or may not have done. But its empirical success has been meager. Where expectations can be measured directly, they do not appear to be

rational as economists use that term (...). And at least some empirical relationships, including the term structure, seem to work better with adaptive than with rational expectations”.

A sustentação teórica de uma taxa natural de desemprego (*Natural Rate Hypothesis* -NRH) é no mínimo controversa, pois exigem fortes restrições para a sua validade⁶. Um dos elementos restritivos, segundo Davidson (2006), refere-se a relação entre a moeda e o tempo unidirecional que são omitidos dos modelos de equilíbrio geral, uma vez que a introdução destes, por meio de contratos denominados em moeda, conectam o passado ao futuro, e assim trazem um forte questionamento a existência de um equilíbrio geral:“(...) as Arrow and Hahn recognized, in “a world with a past as well as a future and in which contracts are made in terms of money, no [general] equilibrium may exist” (*ibid.*, p.361). That is, all existing proofs for general equilibrium are jeopardized in the presence of time-related money contracts (*ibid.*, p.697)”.

Ademais, a NRH necessita da comprovação das propriedades de estabilidade e de unicidade, sendo estas duas essenciais para a validade teórica de qualquer modelo de equilíbrio geral. No primeiro caso, não existem provas teóricas de que uma economia caminha necessariamente para um equilíbrio predeterminado. Em decorrência do primeiro, diversas trajetórias poderiam ser acionadas e as mudanças nas expectativas alterariam os parâmetros da taxa natural de desemprego, promovendo alterações nesta, o que invalidaria a propriedade de unicidade. Carvalho (1995, p.137) destaca que para os teóricos da hipótese de taxa natural, “(...) não é o realismo das premissas que importa e, sim, se as previsões do modelo resistem à falsificação pelo teste empírico”.

Thirlwall e Leon-Ledesma (2002) e Fontana e Palacio-Vera (2005) argumentam que evidências empíricas têm mostrado que a NRH e principalmente o *Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment* (NAIRU) apresentam diferentes taxas ao longo dos anos para um mesmo país, bem como na comparação entre os diversos países. Thirlwall e Leon-Ledesma (2002, p.441), os autores encontram evidências de que a taxa natural de crescimento é endógena e dependente da taxa real do produto, corroborando a importância da demanda (fatores internos e externos), além da oferta na determinação da taxa de crescimento de um país, bem como na comparação entre diversas economias.

Nesta perspectiva, Fontana e Palacio-Vera (2005) argumentam que as mudanças transitórias e persistentes na demanda agregada podem gerar efeitos permanentes sobre a produção e o emprego, implicando que as políticas econômicas podem ter efeito de longo prazo sobre as variáveis reais da

⁶ Blanchard e Katz (1997, p. 69) argumentam que os principais avanços do NAIRU ocorreram em relação aos aspectos conceituais, ao passo que a confirmação da existência de equilíbrio de longo prazo (único e estável), pelas evidências empíricas, permanece indisponível: “while substantial conceptual progress has been made in thinking about the natural rate of unemployment, empirical knowledge lags behind. Economists are a long way from having a good quantitative understanding of the determinants of the natural rate, either across time or across countries.”

economia. Segundo os autores, estes resultados derivam do conceito de *path dependence*⁷, que sintetiza as implicações dos modelos de crescimento econômico liderado pela demanda, modelos de histerese e modelos de equilíbrio múltiplo. A consequência teórica do *path dependence*, ao questionar a existência de uma taxa natural, tem sérias implicações para um RMI. A adoção de PM contracionista que promova elevação da taxa de juros e redução da demanda agregada, objetivando alcançar uma inflação mais baixa, pode gerar queda do produto tanto no curto quanto no longo prazo e consequentemente conduzir a economia para uma perda permanente de produto.

Finalmente, destaca-se que independente das limitações das expectativas racionais e principalmente da taxa natural, os novos-keynesianos incorporam estas hipóteses, bem como as suas implicações, aceitando a neutralidade da moeda no longo prazo. Para esta corrente, no curto prazo a demanda afeta a produção e o emprego como decorrência da rigidez de preços e salários, que impedem que a oferta se ajuste automaticamente as mudanças na demanda agregada. Contudo esta hipótese de rigidez de preços e salários microfundamentadas representa um fato estilizado no qual a sua justificativa permanece, em boa medida, como uma suposição “*ad hoc*”.

iii) A tese da inconsistência temporal, viés inflacionário da PM discricionária e independência do BC

A tese de inconsistência temporal de planos ótimos é sustentada por pressupostos, que foram reafirmados pelos autores do NCM e, deste modo, é imprescindível a validade das hipóteses de uma taxa natural de desemprego com as propriedades de equilíbrio e unicidade e de que os agentes formulem as suas expectativas de modo “racional”. Tais pressupostos são controversos e suficientes para questionar as implicações teóricas que amparam a superioridade da política de regras em relação às políticas discricionárias.

A manutenção da tese de inconsistência temporal como um ponto central da discussão em torno da eficácia do RMI constitui-se em um dos pilares do NCM, sendo este reafirmado pela revisão do NCM. Como implicação direta, a sua permanência é complementada pela proposição de um Banco Central Independente (BCI) e consequentemente o trinômio de reputação, credibilidade e delegação. Deste modo, é suposto que qualquer PM que almeje melhorar “o bem-estar social,” terá como resultado uma redução do desemprego somente no curto prazo e elevação da inflação no curto e longo

⁷ De acordo com Economic History Association (2018), “path dependence is the dependence of economic outcomes on the path of previous outcomes, rather than simply on current conditions. In a path dependent process, ‘history matters’ — it has an enduring influence. Choices made on the basis of transitory conditions can persist long after those conditions change. Thus, explanations of the outcomes of path-dependent processes require looking at history, rather than simply at current conditions of technology, preferences, and other factors that determine outcomes.”

prazo, resultando em perda de “bem estar”. Logo, mantém-se a proposição de que o BCI deve possuir a delegação de perseguir o objetivo implícito ou explícito de uma meta de inflação.

Contudo a crise sistêmica gerou um questionamento a “doutrina Greenspan” (visão equivalente à hipótese de mercados eficientes), uma vez que o custo de atuação da PM após o estouro da bolha de crédito se mostrou muito superior aos supostos custos necessários para evitá-la, ou, pelo menos, reduzir os seus impactos. Deste modo, a manutenção do RMI exigiu uma revisão das demais políticas econômicas, particularmente das políticas financeiras, como forma de sustentação deste regime. Embora esta revisão não seja consensual - sendo criticada em especial por Taylor (2010) - Mishkin (2011 e 2012) e Woodford (2012) defendem a incorporação da gestão de risco aos objetivos da PM, enquanto que Bernanke (2009) chegou a afirmar que esta última deve figurar como um objetivo final da PM, com a mesma importância atribuída à inflação e o produto.

Woodford (2012) propõe a incorporação do risco financeiro (crédito), expresso por uma função de minimização de perda social. Ressalta-se que tal proposição tem implicações para a manutenção do BCI, visto que as PM e financeiras ficarão sobre o controle do BC, importando em excessivo poder de política econômica para uma instituição “autônoma”, ou representará a perda de “autonomia” em virtude do conjunto e da importância dos objetivos que este deverá operar. A incorporação de um novo objetivo e instrumento à PM representa um problema para a reafirmação do RMI e principalmente para o BCI, na medida em que a política macro prudencial terá de ser coordenada com a meta de inflação. Esta questão torna-se ainda mais problemática, quando da proposta de gerenciamento de risco, que exige dois objetivos (meta de inflação e estabilidade financeira) para um mesmo instrumento (taxa de juros).

Abre-se então a questão da hierarquização dos objetivos da PM, tendo a meta de inflação o objetivo principal e a gestão de risco e a política financeira um objetivo e uma nova função secundária, conforme apresentado por Woodford (2012). Tal fato se deve a incompatibilidade de um RMI, apoiado na tese de inconsistência temporal e BCI, promover política financeira que se caracteriza por discricionariedade, sob risco do argumento reafirmado pelos autores, de comprometer a credibilidade da PM e conseqüentemente gerar viés inflacionário.

Complementando parte desta discussão, Carvalho (1995, p.140) crítica a visão do NCM em relação aos processos democráticos e de responsabilização. Segundo o autor, a ideia de “independência” como proposta pressupõe que os processos democráticos são irresponsáveis, desintegradores e atendem aos ciclos políticos, exigindo que a estabilidade de preços deva ser conduzida por uma instituição isolada das decisões políticas, com um único mandato. No entanto, segundo Bibow (2010, p.15) um processo democrático exige que a responsabilidade pela inflação

seja do governo, ao passo que cabe a autoridade monetária, ainda que numa perspectiva de “independência responsável”, a produção desta estabilidade.

A partir de uma perspectiva pós-keynesiana, Carvalho (1995) argumenta que a independência do BC é desejável, quando esta se propõe a isolar os objetivos da PM, as necessidades de acomodar o déficit da política fiscal, mas temerária quando os objetivos destas forem conflitantes e a PM for utilizada em uma direção contrária. Neste ponto, o “divisor de águas” é o debate sobre a neutralidade da moeda no longo prazo, ancorada na existência de uma taxa natural de desemprego, sendo um elemento essencial para a reafirmação do NCM da inconsistência temporal e o ponto central da crítica pós-keynesiana. Conforme apresentado, o argumento de *path dependence* é suficiente para invalidar uma política de regras e neste contexto torna-se essencial a coordenação entre as diversas políticas econômicas.

iv) Validade do princípio e da regra de Taylor

A regra de Taylor é um elemento essencial da reafirmação do NCM (Taylor, 2009; Blanchard *et al.* 2013) e constitui-se em um dos fundamentos da condução da PM em um RMI. Esta representou a alternativa ao regime de metas monetárias e promoveu uma mudança substancial nos modelos macroeconômicas, ao substituir a função de equilíbrio do mercado monetário pela regra de PM, de modo que a LM deixou de importar na determinação do produto (função IS), dos preços (curva de Phillips) e da taxa de juros (regra de Taylor). Como resultado o modelo implica que a PM é conduzida para estabelecer uma meta para a taxa básica de juros, sem qualquer consideração sobre a taxa de crescimento da moeda, tornando esta uma variável endógena e residual (Meyer, 2001, p.4).

A moeda endógena defendida por Meyer (2001) refere-se a “endogeneidade do BC” e descreve, a partir de uma regra de Taylor, o mecanismo pelo qual as mudanças na taxa básica de juros afetam as decisões intertemporais dos agentes, alcançando resultados similares aos propostos pela teoria pós-keynesiana, embora a concepção de endogeneidade seja diferente (Palley, 2002; Arestis e Sawyer, 2006). No NCM, a “endogeneidade do BC” pressupõe que as instituições bancárias são intermediários neutros, transmitindo as alterações na taxa de juros para a economia. Segundo Arestis (2009, p.10), “the NCM model is characterized by an interest-rate rule, where the money market and financial institutions are typically not mentioned, let alone modeled. The downgrading of monetary aggregates in NCM models has gone too far, even for nonmonetarists;(…). It is also the case that in the NCM model there is no mention of banks in the analysis.”

De modo complementar, Palley (2013) argumenta que a “intermediação endógena”, como proposta pelo NCM, representa uma atualização da teoria de fundos emprestáveis, na qual o papel

das instituições bancárias é limitado pelo aumento do custo marginal de intermediação enquanto que o volume de intermediação é determinado pelo depósito das famílias e a demanda por empréstimos das firmas. Deste modo, “o dinheiro é endógeno, porque a intermediação é endógena”. Esta concepção trabalha com a visão de que os intermediários financeiros realizam intermediação de fundos previamente existentes, contrastando com a visão pós-keynesiana, na qual os bancos realizam criação endógena de moeda que afeta a demanda agregada de uma economia, ao sancionar as decisões de gastos dos agentes. Assim as instituições bancárias têm capacidade de criar crédito independentemente da existência de depósitos prévios e desempenham um papel essencial no mercado de crédito, estabelecendo o volume e as condições de sua oferta na economia. Tais firmas objetivam lucro mediante decisões de portfólio que levam em consideração a preferência pela liquidez e avaliação de riqueza, enfrentando o *trade-off* entre liquidez e rentabilidade (Paula, 1999).

Uma segunda questão da regra de Taylor refere-se à teoria das expectativas da estrutura a termo da taxa de juros que através da arbitragem estabelece a ligação entre as taxas curtas e longas, na qual esta última é formada a partir de uma média ponderada das taxas curtas, presentes e futuras, dados os prêmios de riscos envolvidos (Taylor, 1995). Deste modo, mudanças na taxa de juros por meio das operações de mercado aberto, bem como a manipulação das expectativas de inflação através da “orientação para frente da PM” deverão alterar a taxa de juros de longo prazo impactando sobre as decisões intertemporais dos agentes e a demanda agregada da economia no curto prazo. No entanto, à estrutura a termo da taxa de juros, foi questionada por Blinder (1997, p.242) que argumenta que: “Unfortunately, the model miserably fails a variety of empirical tests (...). Economists are thus in desperate need of a better model of the term structure. More than academic completeness is at stake here, for the absence of a usable empirical model of the term structure severely handicaps the conduct of monetary policy, which works its will on the economy through short-term rates of interest”.

Segundo Hermann (2013) a teoria de expectativa a termo da taxa de juros é mais apropriada para as observações de curto prazo sobre as variações de preços de ativos de diversas maturidades. No entanto, como as expectativas são voláteis, esta teoria falha na identificação das taxas de juros correntes. Conforme Hermann (2013, p.6), “[e]ssa limitação é mais claramente percebida nos casos de persistência das taxas de juros, de todas as maturidades, em níveis anormalmente altos ou baixos por longos períodos”.

Uma terceira característica, cujas implicações foram significativas para a crise, refere-se ao fato de que a regra de Taylor simplifica os efeitos da taxa de juros sobre outros canais de transmissão da PM, tais como o efeito da moeda nos gastos, nos ativos financeiros e na taxa de câmbio. Uma suposição adicional é de que o instrumento da PM opera como um índice das condições financeiras

globais, de modo que as taxas de juros de longo prazo, os preços dos ativos e a taxa de câmbio se movem de forma estável e previsível às variações das taxas de curto prazo (Goodfriend, 2005; Taylor, 2001).

Esta suposição de “neutralidade dos preços dos ativos” tornou-se a principal crítica da revisão do NCM, sendo apontada por Mishkin (2011 e 2012), Blanchard *et al.* (2010 e 2013), Bernanke (2009), como a falha mais grave da condução da política econômica pré-crise. A revisão do NCM identificou a fraqueza do argumento de que a PM adotada ao longo das últimas décadas promovera uma “grande moderação”, sustentando um ambiente econômico relativamente estável e próspero, mas na realidade não protegeu a economia da instabilidade financeira, sendo mesmo a própria fonte desta instabilidade. Tal debate reacendeu as discussões sobre políticas macroprudenciais, fiscais, cambiais e de controle de capitais.

Palley (2003 e 2010) e Arestis e Sawyer (2003 e 2006), dentre outros, há muito vinham criticando a hipótese de neutralidade de preços de ativos, a desregulamentação financeira e o risco de surgimento de bolhas de ativos financeiros para a estabilidade econômica. Nesta perspectiva, Minsky (1996) já argumentava que as economias capitalistas são inerentemente instáveis, e que os períodos de prosperidade econômica prolongada promovem aumento da alavancagem dos agentes (credores e mutuários), tornando a estrutura financeira, como um todo, fragilizada e promovendo relações instáveis que podem culminar em reversão do ciclo econômico e em crises financeiras.

Uma quarta característica da regra de Taylor é que a sua validade depende do produto potencial da economia, além do cálculo da taxa de juros de equilíbrio (natural). Como visto, as evidências empíricas sobre as variações observadas na NHR e no NAIRU questionam a sua validade e segundo Davidson (2006) a impossibilidade de se determinar a taxa de juros de equilíbrio gerou a necessidade da escolha de uma taxa de inflação fixa como âncora nominal para a condução da PM. Contudo, na ausência de uma NHR ou de uma taxa neutra de juros a regra de Taylor não se sustentada.

Finalmente deve-se observar que a transmissão da taxa de juros básica para as demais taxas relativas não é transportada na mesma proporção da variação da primeira. Conforme Arestis e Sawyer (2006), a taxa de empréstimos dos bancos é estabelecida a partir de um *mark-up* sobre a taxa básica, sendo que o *mark-up* varia de acordo com a preferência pela liquidez, poder de mercado e nível de aversão ao risco, além da qualidade de crédito concedido em relação ao perfil dos mutuários. Deste modo o princípio de Taylor carece do conhecimento por parte da autoridade monetária acerca do impacto sobre as taxas relativas de juros, o que torna difícil a tarefa do BC em determinar quanto deverá ser o aumento adicional na taxa nominal acima da taxa de inflação para que ocorra o efeito almejado pela PM.

v) **Inflação baixa e estável como a âncora nominal do RMI**

Em relação à adoção de uma meta de inflação como a âncora nominal do RMI, existem divergências entre os autores do NCM em relação as limitações para a estabilidade do produto no curto prazo, embora tenha sido amplamente aceita a proposição de que no longo prazo o produto caminha para a sua taxa natural. Segundo Taylor (2001) as discussões envolvem desde a defesa mais radical de um RMI cujo foco único é a inflação, passando por um RMI flexível com mandato hierarquizado para a inflação e o produto, respectivamente, e a proposição de um duplo mandato, na qual tanto a inflação quanto a estabilidade do produto tornam-se o objetivo da PM. Esta última proposição foi defendida por Taylor (2001) e reeditada por Mishkin (2010).

Ademais, como resultado da crise financeira global, Mishkin (2012) e Woodford (2012), propõem a incorporação de uma nova âncora que deve servir como referência para o risco do setor financeiro (por exemplo, uma medida de alavancagem de crédito financeiro). No entanto, esta nova âncora para a PM não altera a essência do RMI, uma vez que se constitui um elemento secundário para objetivos de curto e médio prazo, sendo mantida a meta de inflação para o médio e longo prazo, enquanto que a discussão em torno do horizonte da meta de produto permanece em aberto.

Nesta perspectiva, a revisão do NCM mantém a âncora do RMI inalterada, com o objetivo final da PM a meta de inflação e o instrumento a taxa de juros de curto prazo. É nesta perspectiva que a essência do RMI permanece na revisão do NCM, sendo as propostas de alterações apenas superficiais. Blanchard *et al.* (2013), refletindo o que Taylor (2010) chamou de “visão do Fundo Monetário Internacional”, defende a elevação da meta de inflação implícita para economia americana de 2% para 4% a.a. Por outro lado, Mishkin (2012) questionou o argumento, alegando que a experiência americana da década de 70 com uma inflação mais alta gerou uma tendência de elevação desta e de que a magnitude da crise atual sobre o produto e emprego ocorre raramente o que justificaria a manutenção da meta de inflação em patamares baixos.

A crítica pós-keynesiana identifica que a sustentação da inflação enquanto a âncora nominal do RMI corresponde a manutenção do princípio de separação entre os fatores reais e o lado monetário da economia. Esta é decorrência direta da hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo e suas implicações ancoradas na tese de inconsistência temporal, representa que o *trade off* de longo prazo entre inflação e desemprego é inexistente e explorá-lo, no curto prazo, tem como consequência a elevação da inflação (Arestis e Sawyer, 2003, p.6). No caso da manutenção de uma taxa de inflação mais baixa, Palley (2013), argumenta, a partir do conceito de *path dependence*, que este representa um custo social em termos de taxa de desemprego mais elevado. Por outro lado, a proposta de uma

inflação mais alta mantém inalterada a proposta de inexistência de *trade off* de longo prazo acima referido, além de servir como uma justificativa para as taxas de desemprego permanecerem elevadas.

Como já visto, as estimativas sobre a taxa natural de desemprego não são estáveis, conforme observado pelas evidências empíricas, bem como são questionadas pela suposição de *path dependence*. Ademais, como ressaltado por Hermann (2013) as expectativas dos agentes são muito volúveis e segundo Arestis e Sawyer (2008) os erros de previsão do BC comprometem a credibilidade da autoridade monetária. Deste modo, a utilização da inflação como uma âncora da PM apresenta uma série de limitações.

3. Revisões na política econômica

A defesa incondicional do NCM e do RMI exigiu uma flexibilização da condução da PM, bem como das demais políticas econômicas, na medida em que tanto a hipótese de mercados eficientes quanto à atuação da autoridade monetária após o “estouro de bolhas” se mostraram falhos e custosos. No caso da PM a proposta de incorporação da regulação macroprudencial e o gerenciamento de risco objetivam reduzir a probabilidade da ocorrência de crises financeiras, que foram identificadas como falha de mercado e da regulação, segundo Bernanke (2009). De modo complementar a política fiscal foi alçada a um instrumento anticíclico para os períodos de exceção, de modo similar às PMNC, devendo promover o “espaço fiscal” em períodos de normalidade e equilíbrio orçamentário em longo prazo. Ademais, o forte impulso da crise sobre o fluxo de capitais internacionais e seus impactos sobre as economias em desenvolvimento promoveram a retomada dos debates em relação ao gerenciamento da taxa de câmbio e do controle de capitais. Embora o FMI venha propondo a utilização de controle de capitais, em períodos excepcionais, a principal mudança é a proposta de incorporação do gerenciamento de câmbio ao escopo da PM, com a definição de uma meta intermediária de taxa de câmbio e o instrumento a intervenção cambial esterilizada. Contudo, esta deverá ser subordinada a meta de inflação.

3.1. Gerenciamento de risco e a política financeira

As taxas de crescimento do produto e do emprego, desde a crise de 2007, nos países em desenvolvimento e principalmente nos países desenvolvidos demonstraram a existência de graves falhas de mercado e de que um RMI com meta de inflação baixa e estável não promove a estabilidade financeira e do produto, bem como pode ser a fonte de instabilidade, como vem sendo destacado por Borio e Zhe (2008) através do *risk-taking channel*. Como resultado, os custos sociais de uma ruptura

financeira são muito altos (Mishkin, 2010, 2011 e 2012) e conforme destacado por Bernanke (2009, p.1) “[t]he damage, in terms of lost output, lost job, and lost wealth, is already substantial”.

Deste modo, observou-se que o ponto crítico das políticas econômicas orientadas pelo NCM foi à desregulamentação dos mercados financeiros, associada à aplicação da “doutrina Greenspan”, que argumentava contrariamente à utilização das taxas de juros para lidar com bolhas de ativos financeiros, dados os efeitos significativos da taxa de juros sobre a atividade real, além da magnitude necessária da elevação deste, de modo que a melhor alternativa seria a “limpeza após o estouro”. Tal proposição foi reforçada por Bernanke e Gertler (1999) que questionaram a efetividade da utilização de PM para estabilizar o preço de ativos em virtude da incapacidade do BC identificar se estas decorriam de variações nos fundamentos.

No entanto, o argumento da incapacidade do BC em lidar com preços de ativos, particularmente em um ambiente de desregulamentação e inovações financeiras, revelou que uma ruptura financeira não afeta diretamente a inflação, mas tem sérias implicações para o emprego e o produto. Assim, Mishkin (2011) e Woodford (2012) defendem a utilização da PM para mitigar risco macroeconômico, através da incorporação do gerenciamento de risco a PM, na qual o BC deverá atuar de forma preventiva a ocorrência de rupturas financeiras, promovendo alteração na taxa de juros de curto prazo, e minimizando o risco de um ciclo de *feedback* negativo.

Esta proposição de atuação da autoridade monetária no gerenciamento de risco, conforme defendido por Mishkin (2011), contraria o teorema de Tinbergen, na medida em que o instrumento de PM, representado pela taxa de juros de curto prazo, será utilizado para atingir dois objetivos, a inflação e o preço dos ativos. Como consequência, poderá surgir um *trade off* entre estes objetivos, por exemplo em períodos de elevação nos preços de mercado de bens e redução nos preços dos ativos, exigindo uma elevação da taxa de juros para o primeiro objetivo ao mesmo tempo dever-se-ia reduzir a taxa para se atingir o segundo objetivo.

Segundo Arestis (2009), a “doutrina Greenspan” evidenciou a aceitação do NCM da hipótese de mercados eficientes (HME), promovendo graves erros de condução da PM. Neste contexto, o autor identifica a necessidade de metas para preços de ativos. Ademais Arestis e Sawyer (2006) defendem a utilização de políticas financeiras via controle de crédito, ao invés da tentativa de elevação de taxa de juros, sendo um meio mais eficaz de limitar a extensão de bolhas, minimizando o seu efeito sobre o produto e reduzindo os custos de uma crise financeira.

Por outro lado, Mishkin (2010) argumentou que na situação de falha de mercado, o gerenciamento de risco não era adequado para lidar com o risco de uma ruptura financeira, sendo que nestas circunstâncias, dever-se-ia utilizar a política financeira. Esta proposição também é defendida

por Bernanke (2009), Blanchard *et al.* (2010 e 2013), Eichengreen *et al.* (2011), Yellen (2011) e Blinder (2010). Os autores reconheceram a necessidade de reincorporação e coordenação da política financeira aos objetivos e metas da PM. Neste pequeno avanço da visão tradicional, as duas políticas deverão ser coordenadas pelo BC, no entanto operarem em níveis hierárquicos diferentes, preservando a meta de inflação como objetivo primordial.

Um contraponto a HME foi apresentado em Carvalho e Sicsú (2006), na qual as críticas a esta proposição e conseqüentemente a defesa da utilização de regulação sobre fluxos de capitais, referem-se à importância da informação assimétrica, bem como da incerteza radical. Na primeira, conforme Stiglitz e Weiss (1983), os mercados financeiros podem operar com informação imperfeita, como uma decorrência do risco moral e da seleção adversa que originam assimetria de informação. Esta por sua vez reduz a eficiência da alocação de recursos nos mercados, uma vez que limita a capacidade dos agentes avaliarem corretamente os preços e riscos dos ativos, implicando em racionamento de crédito.

Embora a assimetria de informação alcance resultados práticos similares às proposições pós-keynesianas, esta apresenta limitações, na medida em que o modelo teórico utiliza-se da hipótese de expectativas racionais, que por definição são endogenamente determinadas. Contudo, para o questionamento da hipótese de mercados eficientes, torna-se necessária a suposição de um “estado incompleto de informação”. De acordo com a abordagem pós-keynesiana, os agentes têm sua preferência pela liquidez aguçada por ocasião da deterioração das expectativas quanto ao futuro. Logo, como o futuro é incerto, os agentes constroem cenários prospectivos com base nas convenções e normas, que dependerão do grau de confiança e do *animal spirits*, e deste modo, não podem ser derivadas complementarmente de variáveis objetivas. Como resultado, as expectativas são, pelo menos, em parte, exógenas (Garretsen e Ees, 1993).

Nesta perspectiva, Carvalho e Sicsú (2006) identificam que os mercados financeiros exibem incertezas ainda maiores, na medida em que contratos são estabelecidos em relação a compromissos e ganhos futuros. Como o futuro é incerto e as decisões são tomadas no momento presente, a subjetividade do estado de confiança dos agentes exerce forte impacto sobre a atividade econômica.

Neste ponto, deve-se ressaltar que esta, bem como as demais críticas pós-keynesianas já haviam apontado para esta falha do NCM, recomendando a adoção de medidas adicionais para lidar com bolhas de ativos (Arestis e Sawyer, 2006 e 2008; Palley, 2003). Segundo Palley (2003, p.21) “(...) inflation targeting is an insufficient basis for monetary policy, and needs to be supplemented by regulation of financial intermediary balance sheets”. Ressalta-se ainda que Arestis e Sawyer (2006) identificam como uma característica das economias capitalistas o desenvolvimento de bolhas

de ativos, tendo esta característica sido ignorada pelo NCM. Segundo Minsky (1996) a instabilidade financeira é inata às economias capitalistas, sendo os períodos de estabilidade apenas transitórios, embora esta tendência seja negligenciada pelos modelos de equilíbrio geral ou reduzida à ocorrência de choques tecnológicos, como enfatizados pelos modelos de ciclo reais de negócios.

3.2. Controle de Capitais e Câmbio

O controle de capitais, particularmente em economias emergentes, permanece enquanto um ponto controverso da revisão do NCM, uma vez que na essência mantem-se a *preferência liberalizante* (ao menos a longo prazo), de modo que esta revisão não corresponde a uma mudança substancial em relação a visão pré-crise. Um primeiro ponto desta revisão refere-se ao debate em torno da inter-relação das PM, uma vez que variações nas taxas de juros afetam o movimento de capitais entre os diversos países, inclusive economias desenvolvidas, conforme abordado por Taylor (2013), Eichengreen *et al.* (2011) e Blanchard *et al.* (2010 e 2013). Para tanto, Taylor (2013) defende um regime de metas de inflação “multi-países”, como forma de redução dos efeitos de uma PM doméstica sobre outras economias. Tal proposição é contraposta por Rey (2013, p.25) que identifica a dificuldade de coordenação, como decorrência da introdução de metas internacionais dos preços dos bens contraporem-se aos objetivos da PM domésticas, pelo menos no curto e médio prazo: “(...) a place an effective international cooperation among the main central banks to internalise the spillovers of their monetary policies on the rest of the world seems out of reach. And there are some reasons for that: international cooperation on monetary spillovers may conflict with the domestic mandates of central banks”.

Uma segunda questão, proposta por Blanchard *et al.* (2010 e 2013), expressando o novo pensamento do FMI pós-crise 2007-08, defende, em períodos de excepcionalidade, a utilização de controle de capitais em países emergentes, embora seja amplamente questionada e rotulada pelo *mainstream* como uma forma de protecionismo, segundo Gallagher (2012). Em contraposição Carvalho e Sicsú (2006, p.1) já apontavam para esta opinião pré-crise do FMI, expressa por Rogoff, então, diretor de pesquisa desta instituição. A conjectura do fundo era favorável a liberalização dos fluxos de capitais, sendo amparada mais em *preferências* do que propriamente em evidências empíricas e estudos correlatos. Contudo, como decorrência das crises cambiais da década de 90 e início dos anos 2000, nas economias emergentes, o controle de capitais, desde que *limitado e temporário*, exigia mais estudos.

Conforme Carvalho e Sicsú (2006), as críticas teóricas a livre mobilidade de capitais são equivalentes ao debate sobre a HME, porém adicionado da hipótese comumente utilizada de que os

títulos domésticos e dos demais países são substitutos entre si. Como visto, a defesa teórica da relevância da utilização de controles sobre os fluxos de capitais refere-se às implicações das hipóteses de informação assimétrica e da existência de incerteza radical nos mercados financeiros. De modo complementar, o debate em torno da eficiência do controle de capitais, a partir de uma perspectiva keynesiana, identifica a relevância desta ferramenta, enquanto um instrumento anticíclico que aumenta a independência da PM, reduz a volatilidade das taxas de câmbio, além de mitigar os riscos de instabilidade financeira, contribuindo em última instância para a estabilidade macroeconômica e o investimento empresarial (Paula *et al.*, 2003). Segundo Gallagher (2012), a utilização deste instrumento nas economias emergentes intensificou no período pós-crise, como forma de reduzir a intensidade dos fluxos e in fluxos de capitais.

Em contraponto a proposta do FMI, Rey (2013) defende a utilização de política macroprudencial para mitigar os riscos financeiros relacionados ao fluxo de capitais. De modo complementar, dependendo do arranjo institucional e das fontes de instabilidade, medidas de controle de capitais deveriam complementar as políticas macroprudenciais. Ressalta-se ainda que as medidas de controle dos fluxos de capitais defendidas pelo FMI são vistas como medidas temporárias e de última instância, ao passo que em uma perspectiva pós-keynesiana a regulação deve operar de forma preventiva e permanente, restringindo a entrada de capitais especulativos, de modo a reduzir os riscos financeiros. Gallagher (2012, p.2) argumenta que estudos do FMI encontram evidências empíricas de que as economias emergentes que vinham utilizando controles sobre fluxos de capitais no período pré-crise, obtiveram melhores resultados, em termos de produto e estabilidade financeira, quando comparados aos países que não adotaram estas medidas

Paula *et al.* (2003, p.229) defendem o uso de controle de capitais para economias em desenvolvimento, enquanto um instrumento mais adequado para conter a volatilidade excessiva da taxa de câmbio, e seus efeitos instabilizadores sobre a atividade econômica e o nível de investimento. Deste modo, segundo os autores, o controle sobre o fluxo de capitais tem por objetivo: “(i) permitir uma maior autonomia da política monetária ao se desvincular a taxa de juros doméstica do valor estabelecido pela “paridade descoberta da taxa de juros”; (ii) (...) impedir que a entrada de grandes fluxos de capital no país gere uma forte apreciação da taxa real de câmbio e (iii) diminuir a volatilidade no mercado cambial, visando melhorar as condições de administração da política monetária e cambial” (*ibid.*, p.230).

Conforme um estudo do FMI (Ostry *et al.*, 2012), o controle sobre a taxa de câmbio deverá ser incorporado pelo BC como um instrumento secundário e de horizonte de curto prazo, reafirmando, deste modo, a hipótese da validade da paridade do poder de compra (PPC) e suas implicações de

neutralidade da política cambial no longo prazo. Nesta perspectiva, a meta de câmbio incorporada como um objetivo secundário da PM, como proposto pelo FMI, objetiva contrapor a utilização sistemática de controle de capitais pelas economias emergentes, ao mesmo tempo em que, pressionado pelas evidências empíricas, busca reconhecer os efeitos danosos do fluxo de capitais para a estabilidade financeira e macroeconômica.

Autores como Schulmeister (1988) e Harvey (2009) destacam que, em um mundo de taxas de câmbio flutuantes e livre mobilidade de capital, os fluxos de capitais de curto prazo constituem a principal determinante das taxas de câmbio, que são altamente voláteis. Assim, a natureza especulativa desses fluxos, subordinada à aversão ao risco e/ou apetite dos investidores financeiros, é a principal causa da volatilidade cambial. Na perspectiva pós-keynesiana, em contraponto a PPC, a taxa de câmbio não é neutra no longo prazo, sendo uma das variáveis básicas que balizam o cálculo empresarial em economias abertas, e, por isso, deve ser administrada pela autoridade monetária.

Ferrari-Filho e Paula (2008, p.228) identificam que a melhor forma de se alcançar a estabilidade macroeconômica (combinação de estabilidade de preços com crescimento do produto e emprego), se dá por meio de gerenciamento de câmbio e controle sobre o fluxo de capitais. Os autores defendem o gerenciamento de câmbio enquanto um importante instrumento para manter a taxa de câmbio real competitiva e reduzir a volatilidade desta almejando mitigar os efeitos de choques externos sobre a estabilidade financeira, preservar a competitividade da industrial nacional, além do controle sobre a inflação. Uma possibilidade, segundo Frenkel (2006), é tornar a taxa de câmbio real uma meta intermediária da PM, e as intervenções no mercado cambial o instrumento de PM, de modo similar a proposta por Blanchard *et al.* (2013) e Ostry *et al.* (2012). Contudo, a divergência entre os autores, refere-se à definição de uma meta final de PM para a estabilidade cambial em um horizonte temporal de longo prazo no primeiro e de curto e médio no segundo.

3.3. Política fiscal como estabilizador automático

Conforme abordado anteriormente a manutenção dos princípios básicos que sustentam o RMI, particularmente a reafirmação da inflação enquanto um fenômeno monetário e a ineficácia da política econômica em afetar as variáveis reais no longo prazo, representa a manutenção da equação IS “*foward-looking*” pela revisão do NCM. Deste modo o impacto de uma política fiscal expansionista, representado por g_t desloca a demanda agregada, reduzindo o hiato do produto, promovendo uma elevação da inflação e pressão altista na taxa de juros, caso o produto corrente exceda o produto potencial da economia. Como consequência a política fiscal permanece preterida pela PM de taxa de

juros no gerenciamento da demanda, do mesmo modo que já vinha sendo criticada por Arestis e Sawyer (2008), Carvalho (2008), e Tchervena (2008).

Na visão de Blanchard *et al.* (2010 e 2013) a política fiscal foi posta em segundo plano pelo NCM como resultado da aceitação de um amplo conjunto de fatores, descritos a seguir: i) hipótese de equivalência ricardiana; ii) suposição de que a PM era mais eficiente para conter o processo inflacionário e estabilizar o produto; iii) maior suscetibilidade da política fiscal a influência política (ciclos eleitorais); iv) possibilidade de que os déficits orçamentários exigissem a monetização da dívida pública, e com isso comprometesse a credibilidade da PM; e v) restrição de sua efetividade em virtude da elevada defasagem interna, embora Blinder (2004) tenha argumentado que a defasagem externa da política fiscal era menor do que a da PM.

Deve-se ressaltar que Paula e Pires (2012) apontam para as restrições do argumento de equivalência ricardiana, particularmente em relação às evidências empíricas dos efeitos de uma contração fiscal expansionista. Segundo os autores, as evidências não suportam a alegação de que uma consolidação fiscal promove uma melhora nas expectativas de mercado em termos de renda futura, repercutindo em ampliação do consumo e investimento. Em contraponto, os resultados de diversos estudos têm corroborado a proposição de que uma política fiscal contracionista causa a redução do emprego e produto no curto prazo, ao passo que a expansão fiscal é um instrumento anticíclico poderoso.

A despeito dos argumentos contrários a utilização de política fiscal, esses não foram capazes de promover um consenso como observado na PM, embora tenha sido forte o suficiente para delegar a sua condução a regras orçamentárias que mantivessem a sustentabilidade da dívida pública (Tchervena, 2008). No entanto, conforme Blanchard *et al.* (2010, p.10) verificou-se a partir da crise, que esta representou um importante instrumento anticíclico. Por um lado, a PM de juros e a não convencional atingiram um limite e a política fiscal era a única alternativa para estimular a atividade econômica. Por outro lado, as expectativas em relação à longa duração da crise não impunham nenhum problema às críticas relacionadas aos efeitos defasados atribuídos a esta.

Ademais, observou-se que as economias com elevado nível de endividamento apresentaram problemas em promover estímulos fiscais, ao passo que economias com menor nível de endividamento tiveram maior folga para executá-la (Blanchard *et al.*, 2010, p.10). Como decorrência, a política fiscal retornou ao debate do *mainstream* em relação a dois pontos: o espaço fiscal e o papel anticíclico. Em relação ao primeiro ponto, não existe nenhuma divergência entre os revisores do NCM, ao passo que o segundo corresponde a um tema mais controverso. Este último vem sendo defendido pelo FMI, como discutido em Blanchard (2010; 2013), enquanto que Mishkin (2012)

contrapõem-se a proposta, ressaltando os riscos em termos de dominância fiscal. Contudo, estas visões discordantes convergem para a defesa da sustentabilidade da dívida pública no longo prazo.

A confiança dos autores do NCM na economia de mercado e nos mecanismos de ajustes automáticos de longo prazo delega as políticas econômicas, inclusive a PM, um papel de preservação da ordem econômica, em vez de atuação para o seu pleno funcionamento⁸. A exceção, é claro, refere-se aos períodos de crise na qual estas são plenamente utilizadas. Numa perspectiva diferente, a teoria pós-keynesiana identifica a insuficiência de demanda agregada, como o principal problema das economias capitalistas, que não são mitigados pelo mercado, mais, ao invés, são decorrência deste. No que se refere ao desemprego, existe uma incapacidade das economias modernas produzirem, continuamente, um nível de demanda agregada que seja suficiente para sustentar um nível de pleno emprego. Logo, o Estado deverá promover políticas ativas, buscando sustentar a demanda agregada no nível de pleno emprego (Carvalho, 2008).

Em contraposição ao NCM, a visão keynesiana identifica que a política fiscal se constitui em um importante instrumento de gestão de demanda tanto em períodos normais, quanto em situações de ruptura econômica, devendo ser coordenada com a PM, de modo a evitar a ocorrência de objetivos conflitantes. De fato, a política fiscal pode ter um forte impacto sobre o nível da atividade econômica, funcionando como um instrumento poderoso para estimular a demanda agregada, ao gerar um efeito multiplicador sobre a renda privada. Para este propósito, economistas pós-keynesianos, tal como Keynes, recomendam privilegiar o investimento público ao invés do aumento do consumo por causa de seu efeito multiplicador maior (Kregel (1994/95).

Segundo Carvalho (2008) a política fiscal corresponde a um instrumento eficiente para gerenciar a demanda agregada, particularmente as despesas de consumo, uma vez que as variações dos gastos do governo e nas alíquotas de tributos (renda disponível) afetam o nível de renda, por intermédio do multiplicador. De modo complementar, a PM, ao afetar os preços dos ativos, inclusive bens de capital, tende a ser mais potente para estimular o investimento empresarial. Nesta perspectiva a efetividade das políticas econômicas requer a coordenação entre os objetivos e os instrumentos, além do compromisso do Estado em utilizar políticas discricionárias para manter a economia próxima ao pleno emprego, afetando positivamente as expectativas dos agentes e conjuntamente com os

⁸ Nesta perspectiva, Tchervena (2008, p.41) argumenta que “To the extent that the NEC [NCM] restores some role for fiscal policy, it is neither a dominant role, nor is it clear what exactly that role should be. It only reaffirms that fiscal policy is inherently inflationary. While the NEC has opened the possibility to escape false logic of government finance and to argue that there is nothing inherently unsustainable about government deficits, this inflationary impact, coupled with early supply side notions of the distortionary impact of fiscal policy, reasserts the need for “sound finance” as the norm.”

estímulos a demanda, a renda e a produção, ao invés da hierarquização e o uso de regras, como proposto pelo NCM. Em relação ao nível de utilização da capacidade instalada de uma economia, destaca-se que o limite para a utilização de políticas fiscais que estimulam a demanda agregada é o nível de pleno emprego.

Dadas as ressalvas, a orientação keynesiana de política fiscal destoa significativamente da visão convencional. A geração de déficits não é defendida como uma prática rotineira de política fiscal, mas como uma medida que poderá ser necessária para períodos de crise econômica. Contudo, o ponto central refere-se ao impacto dos gastos na promoção do pleno emprego que estimulam a produção e através do multiplicador e do aumento da arrecadação de impostos, inibindo o surgimento de déficits orçamentários. Nesta perspectiva a sustentabilidade da dívida pública, ou o equilíbrio fiscal, são alcançados quando uma economia opera no nível de pleno emprego⁹.

4. Considerações finais

A revisão do NCM não corresponde a uma mudança teórica profunda no paradigma convencional pois mantém a essência do RMI como a referência para a condução da PM e a guia para as demais políticas econômicas. Em relação aos fundamentos teóricos, evidencia-se a manutenção da visão da inflação enquanto um fenômeno monetário, das hipóteses de expectativas racionais, taxa natural de desemprego e a rigidez de preços no curto prazo, além do uso de modelos de inconsistência temporal e de um BC independente. Em termos operacionais, preserva-se a regra de Taylor, a taxa de juros de curto prazo e a inflação enquanto a ancora nominal deste regime. Enfim, sustenta-se a proposição da neutralidade da moeda no longo prazo.

A crise financeira iniciada em 2007 foi vista pelos autores do NCM como falha nos mercados financeiros e na política financeira, até então ignorada pela aceitação da HME. Assim, emergiram divergências dentro do *mainstream*, cujos resultados, ainda que prematuros, apontam para a incorporação de gerenciamento de risco aos objetivos intermediários da PM e as políticas financeiras (macroprudenciais) como um novo instrumento de PM. Nesta perspectiva, embora uma nova meta operacional e instrumento de PM sejam propostos, estes não alteram a essência do RMI, uma vez que

⁹ Segundo Carvalho (2008, p.24), “A busca do equilíbrio fiscal pelo aumento dos impostos, ou pelo corte de gastos, quando a economia já se encontra abaixo do pleno emprego pode acabar sendo desastroso, como as muitas experiências de ajuste fiscal patrocinadas pelo FMI ao longo dos anos mostraram. O corte de gastos numa economia com desemprego leva à contração da renda e, com ela, a redução das receitas de impostos, forçando novos cortes de gastos, numa espiral descendente até o ponto em que um equilíbrio seja eventualmente encontrado a níveis de renda inaceitavelmente baixos. Numa economia empresarial, é preciso manter a demanda atraente para que empresários decidam produzir, e com isso expandir a renda e pagar impostos. O único equilíbrio fiscal sustentável é aquele que se atinge quando a economia utiliza plenamente seus recursos.”

a inflação permanece como a meta final de política e a taxa de juros de curto prazo a meta operacional do BC.

Neste ponto deve-se ressaltar que nem mesmo o amplo conjunto de PMNC implantadas em diversos países, desde 2007/08, foram capazes de alterar a reafirmação do RMI, embora tenha sido alçada à condição de políticas adequadas para lidar com períodos de exceção. Ademais observou-se a importância da política fiscal anticíclica e o problema do espaço fiscal nas economias desenvolvidas e a inter-relação entre a PM das economias centrais e não centrais, evidenciando os efeitos da taxa de juros sobre o fluxo de capitais e deste nas variações cambiais. Em síntese, a discussão ortodoxa pós-crise mantém o RMI como elemento central, delegando novas funções, ainda que subordinadas e complementares, as políticas financeiras, fiscais e cambiais.

Na perspectiva pós-keynesiana o avanço da revisão do NCM pode ser visto como um “mea culpa” em relação a HME, cujas implicações reacenderam a importância da política financeira, embora tenha sido identificada como falha de mercado e deste modo o tratamento proposto é equivalente a rigidez de preços. Neste ponto ocorreu uma inflexão no debate da ortodoxia, embora não seja um tema consensual, mas defendido pela maioria dos autores, de que a política financeira é uma condição necessária para a manutenção do RMI. De modo complementar, a condição suficiente é de que esta seja coordenada pelo BC, eliminado qualquer discricionariedade e concorrência com o RMI. Conforme abordado, os críticos do NCM enfatizam a inconsistência das hipóteses teóricas e o irrealismo dos modelos do NCM, tendo como novidade a magnitude e as consequências danosas da crise financeira global.

Concluindo Palley (2012) identifica alguns caminhos possíveis para a política econômica pós-crise. No primeiro, caso a hipótese neoliberal de falha de governo sai vitoriosa, o que parece ser improvável, o processo de desregulamentação expandirá de novo e o resultado inevitavelmente seria a depressão. Por outro lado, se a revisão do NCM for suficiente para sustentar o atual modelo de política econômica, os custos sociais elevados da estabilização e redução da inflação por meio do RMI, continuará exigindo um sacrifício da produção no curto e longo prazo, além das possíveis perdas nos termos de troca e da estabilidade do sistema financeiro, representando a estagnação da atividade econômica. Nas palavras de Palley (2012): “If the neoliberals win the war of ideas the result will be depression. If the Third Way [NCM] wins the result will be stagnation (...) However, just as happened in the Great Depression of the 1930s, it is possible the ugly reality of stagnation will force a shift in ideas and politics toward the progressive position”.

Referências:

- ARESTIS, P. & SAWYER, M. Can monetary policy affect the real economy? *European Review of Economics and Finance*, vol. 3, n. 2, p. 9–32, 2004.
- ARESTIS, P. & SAWYER, M. Aggregate demand, conflict and capacity in the inflationary process. *Cambridge Journal of Economics*, v. 29, n. 5, p. 959–974, 2005.
- ARESTIS, P. & SAWYER, M. The nature and role of monetary policy when money is endogenous. *Cambridge Journal of Economics*, v. 30, n. 6, p. 847–860, 2006.
- ARESTIS, P. & SAWYER, M. New consensus macroeconomics and inflation targeting. *Economia e Sociedade*, v. 17, número especial, p. 631-655, 2008.
- ARESTIS, P. New Consensus macroeconomics: A critical appraisal. The Levy Economics Institute, *Working Paper* n. 564, 2009.
- BERNANKE, B. The Great Moderation. Remarks before the Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20, 2004.
- BERNANKE, B. The crisis and the policy response. *Stamp Lecture*, London School of Economics, London, England, janeiro 2009.
- BERNANKE B. Some reflections on the crisis and the policy response. *The Century Foundation Conference on “Rethinking Finance”*, New York, 13 de abril de 2012.
- BERNANKE, B. & GERTLER, M. Monetary Policy and Asset Volatility. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, v. 84, n. 4, p. 17-52, 1999.
- BIBOW, J. A Post Keynesian perspective on the rise of central bank independence. Levy Economics Institute, *Working Paper* n. 625, 2010.
- BLANCHARD, O. Is there a core of usable macroeconomics? *The American Economic Review*, v. 87, n. 2, p. 244-246, 1997.
- BLANCHARD, O.; DELL’ARICCIA, M. & MAURO, P. Rethinking Macroeconomic Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 42, n. 6, p. 199-215, 2010.
- BLANCHARD, O., DELL’ARICCIA, G. & MAURO, P. Rethinking macro policy II: Getting granular. *IMF Staff Discussion Note 13/03*, abril 2013.
- BLANCHARD, O., KATZ, L, P. What we know and do not know about the natural rate of unemployment. *Journal of Economic Perspective*, 11, p. 51 -72. 1997.
- BLINDER, A. Is there a core of practical macroeconomics that we should all believe? *The American Economic Review*, v. 87, n. 2, p. 240-243, 1997.
- BORIO, C. & ZHU, H. Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism? *BIS Working Papers* n. 268, dezembro 2008.
- CARVALHO, F.C. A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações cétricas. *Revista de Economia Política*, vol. 15, n. 4, p.134-141, 1995.
- CARVALHO, F. C. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 4, p. 323-336, 2005.
- CARVALHO, F.C, Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. *Revista Análise Econômica*, v. 26, n. 50, p.7-25, 2008.
- CARVALHO, F.C. O retorno de Keynes. Aula Magna. XXXVI Encontro da ANPEC, 2009.

- CARVALHO, F.C. & SICSU, J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. In: SICSU, J. & FERRARI, F.(org.). *Câmbio e Controle de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- CLARIDA R., GALÍ J. & GERTLER, M. The science of monetary policy: A New Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, v. XXXVII, p. 1661–1707, 1999.
- DAVIDSON, P. Can, or should, a central bank inflation target? *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 28, n. 4, p. 689-703, 2006.
- ECONOMIC HISTORY ASSOCIATION (2018), <https://eh.net/encyclopedia/path-dependence> , acesso em 23/02/2018.
- EICHENGREEN, B. et al. Rethinking central banking. The Committee on International and Policy Reform. Brookings Institutions: Washington, setembro 2011.
- FERRARI-FILHO, F. & PAULA, L.F. Exchange rate regime proposal for emerging countries: a Keynesian perspective. *Journal Post Keynesian Economics*, v. 31, n. 2, p. 227, 2008.
- FONTANA, G. & PALACIO-VERA, A. Are long-run price stability and short-run output stabilization all that monetary policy can aim for? *Metroeconomica*, v. 58, n.2, p. 269–298, 2007.
- GALLAGHER, P.K. The myth of financial protectionism: The new (and old) economics of capital controls. Political Economy Research Institute/University of Massachusetts Amherst, *Working Paper* n. 278, 2012.
- GOODFRIEND, M. Lessons learned from a century of Federal Reserve last resort lending. Committee on Financial Services/U.S. House of Representatives, 11/09/ 2013.
- HARVEY, J.T. *Currencies, Capital Flows and Crises: A Post Keynesian Analysis of Exchange Rate Determination*. London: Routledge, 2009.
- HERMANN, J. Curva de rendimentos: crítica aos enfoques convencionais e uma proposta de interpretação pós-keynesiana. In *Anais do VI Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*, Vitória: AKB, 2013.
- KREGEL, J. The viability of economic policy and the priorities of economic policy. *Journal of Post Keynesian Economics*, v.17, n. 2, p. 261-277, 1994/95.
- MCCALLUM, B. Recent developments in monetary policy analysis: the role of theory and evidence. *NBER Working Paper* no. 7088, April 1999.
- MEYER, L. Does money matter? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, edição de maio, p.1-16, 2001.
- MINSKY, H. *Instabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press, 1996.
- MISHKIN, F.S. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. *NBER Working Paper* n. 16755, 2011.
- MISHKIN, F.S. Central banking after the crisis. Prepared for the 16th Annual Conference of the Central Bank of Chile, Santiago, Chile, 15-16 de novembro de 2012.
- OSTRY, D., GHOSH, R. & CHAMON; M. Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies. *IMF Staff Discussion Note* SDN/12/01, fevereiro 2012.
- PALLEY, T. Endogenous money: what it is and why it matters, *Metroeconomica*, v. 53, p. 152-180, 2002.

- PALLEY, T. From financial crisis to stagnation: The destruction of shared prosperity and the role of economics, disponível em [http://demandsideblog.blogspot.com.br /2012/04/relay-thomas-palley-at-national.html](http://demandsideblog.blogspot.com.br/2012/04/relay-thomas-palley-at-national.html) 2012.
- PALLEY, T. Gattopardo economics: The crisis and the mainstream response of change that keeps things the same. *Macroeconomic Policy Institute Working Paper* 112, 2013.
- PAULA, L.F. Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não-convencional. *Revista Brasileira de Economia*, v. 53, n. 3, p. 323-356, 1999.
- PAULA, L.F., OREIRO, J.L. & SILVA, G.J.C. Fluxos e controle de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In: SICSU, J., OREIRO, J.L. & PAULA, L.F. *Agenda Brasil*. Barueri: Manole, 2003.
- PAULA, L.F. & PIRES, M. The effects of fiscal policy after the global recession: assessing evidences. *Brazilian Journal Political Economy*, v. 33, n. 2, p. 315-321, 2012.
- REINHART, C. & ROGOFF, K. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 2009.
- REY, H. Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. London Business School, CEPR and NBER, 2013.
- STIGLITZ, J. & WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, v. 71, n. 3, p. 393-410, 1981.
- TAYLOR, J. The monetary transmission mechanism: An empirical framework. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, p. 11-26, 1995.
- TAYLOR, J. The need to return to a monetary framework. *Discussion Papers* 08-020, Stanford Institute for Economic Policy Research, 2009.
- TAYLOR, J. Does the crisis experience call for a new paradigm in monetary policy? *CASE Network Studies* 402, CASE-Center for Social and Economic Research, 2010.
- TAYLOR, J. International monetary coordination and the great deviation. *NBER Working Papers* n.18716, 2013.
- TCHERNEVA, R. The return of fiscal policy. *The Levy Economics Institute Working Paper* n. 539, julho 2008.
- THIRLWALL, A. & LEON-LEDESMA, M. The endogeneity of the natural rate of growth. *Cambridge Journal of Economics*, v. 26, p. 441-459, 2002.
- WOODFORD, M. Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound, http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/Woodford_final.pdf, 2012a.
- WOODFORD, M. Inflation targeting and financial stability. *Sveriges Riksbank Economic Review* 2012:1, p.7-32, 2012b.
- YELLEN, J. Unconventional monetary policy and central bank communications. Speech at The University of Chicago: US Monetary Policy Forum. New York, fevereiro 2011.