

# REVISÃO DO NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

---

**Simpósio Desenvolvimentos Recentes da Teoria  
Macroeconômica**

Brasília, UnB/CORECON-DF, 09/04/2015

Luiz Fernando de Paula (UERJ)

Paulo Saraiva (UFRRJ)

# Fatos estilizados

- Dominância do “Novo Consenso Macroeconômico” em termos de prescrição de política econômica, com incorporação de avanços teóricos do “mainstream”.
- Combinação de preceitos teóricos ortodoxos (expectativas racionais, não-neutralidade da moeda no LP, rigidez de preços e salários microfundamentada, etc.) com certa flexibilidade para acomodação de volatilidade do produto.
- Crise de 2007-2008 e Grande Recessão: questionamento deste programa de pesquisa, inclusive por alguns economistas do “mainstream”.
- Políticas anticíclicas: “quantitative easing”, política fiscal, acordos da Basileia, etc.

# Metodologia dos Programas de Pesquisa Científica (MPPC): Lakatos (1979)

- MPPC: processo evolutivo de superação de um programa de pesquisa por outro, progredindo na capacidade explicativa e agregando conhecimento adicional.
  - Teoria científica:
    - a) *Núcleo firme*: teorias e hipóteses não passíveis de contestação.
    - b) *Cinturão protetor*: abarca as teorias e hipóteses auxiliares, além das técnicas empíricas que são passíveis de contestação.
- > heurística positiva: conjunto de proposições que devem ser alteradas no cinturão protetor para manter núcleo firme inalterado.

# Objetivos, questões...

- Revisão do Programa de Pesquisa do NCM, como decorrência da crise financeira de 2007/2008, representa um caráter progressivo ou regressivo desta revisão, isto é, resultam em previsões de fatos novos ou se constituem apenas em ajustes ad-hoc no cinturão protetor?

# NCM: antecedentes

- Lucas (1972) e outros: expectativas dos agentes quanto a comportamento da PM tem impacto sobre resultados desta.
- Kydland e Prescott (1977): problema de inconsistência temporal da PM; necessidade de um compromisso crível.
- Rogoff (1985): necessidade de neutralizar pressões políticas e da sociedade na condução da PM -> BC independente
- Barro e Gordon (1983): binômio reputação-credibilidade do BC
- Kydland e Prescott (1982): modelo de ciclo real de negócios -> papel dos choques tecnológicos na explicação de flutuações econômicas
- NK: modelagens dinâmicas e microfundamentadas de salários e preços rígidos -> flutuação de CP no produto
- Modelos DSGE (Woodford, 2008): além dos choques tecnológicos, políticas fiscais e monetárias passam a influenciar as flutuações econômicas

# Minshkin (2011) – Princípios de política

- 1) A inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário;
- 2) a estabilidade de preços têm importante benefícios;
- 3) não existe nenhum trade-off de longo prazo entre desemprego e inflação;
- 4) expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia;
- 5) taxa real de juros precisa aumentar com maior inflação, i.e., o Princípio de Taylor;
- 6) política monetária está sujeita ao problema de inconsistência temporal;
- 7) banco central independente ajuda a aprimorar a eficiência da política monetária;
- 8) compromisso com uma âncora nominal forte é central para produzir bons resultados da política monetária;
- 9) fricções financeiras desempenham um papel importante nos ciclos de negócio”.

# NCM: Quadro sintese

## Núcleo Firme

- Taxa Natural de desemprego;
- Expectativas racionais;
- Modelos de Equilíbrio Geral Estocástico
- Concorrência imperfeita e rigidez de preços;
- Inflação: um fenômeno monetário;
- Inconsistência temporal da PM;
- Banco Central Independente.

## Cinturão Protetor

- Curva de Phillips de curto prazo: a regra de Taylor é capaz de minimizar os desvios do produto e da inflação;
- Hipótese de Mercados Eficientes: Liberalização financeira e desregulamentação macroprudencial;
- Equivalência Ricardiana: equilíbrio fiscal, inclusive no curto prazo;
- Neutralidade da moeda no curto e longo prazo: ineficácia de políticas de expansão quantitativa.

## Evidências

- A grande moderação: redução da volatilidade da inflação e do produto ao longo da década de 1990 e até meados dos anos 2000, nas principais economias mundiais.

## Orientações para a condução da Política Econômica

- Política Monetária: Regime de Metas de Inflação;
- Política Financeira: regulação microprudencial direcionada aos bancos comerciais;
- Política Externa e Cambial: abertura comercial e câmbio flutuante;
- Política Fiscal: orçamento equilibrado no CP e LP.

# Revisão no NCM

- “A estratégia de política monetária decorrente dos nove princípios da nova síntese neoclássica é, a que tenho me referido, por falta de um nome melhor, como o *regime de metas de inflação flexível*. Uma vez que, como afirmei aqui, nenhum desses princípios é invalidado pelos acontecimentos da recente crise financeira, esta abordagem da política monetária ainda é igualmente válida. Os argumentos que fundamentam a junção dos bancos centrais com os princípios da nova síntese neoclássica ainda são tão fortes como eram antes da crise”. MISHKIN (2011, p.32),



# Revisão do NCM

- A convergência refere-se a transitoriedade das PMNC e a necessidade de que estas políticas de estímulos monetários sejam retiradas da economia.
- Há contudo divergência entre os diversos pesquisadores a propósito de como deverá ser conduzida a PM pós-crise. Os desacordos, entre os autores, distinguem-se em relação às proposições aditivas a PM, tais como uma maior (ou menor) flexibilização do RMI, representadas pela necessidade da PM interagir com as políticas macroprudenciais, controle de capitais e câmbio, assim como a redefinição do papel da política fiscal.

# Política monetária I: nível da tx inflação

- Blanchard et al (2010): meta de inflação pode ser elevada (em torno 4% a.a.), permitindo margem maior para PK operar tx de juros CP.
- Vantagens: maior efetividade para lidar com recessão.
- Desvantagens: dificuldade de ancorar expectativas; maior volatilidade da inflação; tendência a elevação da inflação para patamares mais altos (Minshkin, 2011).

# PM deve ser utilizada para controlar preços dos ativos financeiros?

- Blanchard et al (2010, 2013): dificuldade de se avaliar corretamente o significado das elevações de preços dos ativos financeiros
- Erro do tipo I (assumir existencia de bolha do aumento de preços reflete mudanças nos fundamentos); Erro do tipo II (assumir que mudanças nos preços refletem fundamentos, qdo na realidade é uma bolha).
- Minskhin (2011) e Woodford (2012): gerenciamento de risco com uso da tx de juros de forma preventiva, com “inclinação contra o vento”; acrescentar ao RMI objetivo de estabilidade financeira.
- Taylor (2010): em 2002-05 tx de juros do FED esteve bem mais baixa do que a regra de Taylor recomendava.

# Política de sinalização com orientação para frente (*forward guidance*)

- Sinalização de mudança de comportamento da tx juros CP no futuro, buscando moldar expectativas dos agentes (Eggertsson e Woodford, 2003).
- Críticas: BC pode descumprir compromisso assumido e elevar (ou baixar) para conter inflação (ou evitar deflação); comunicação pode ser percebida como política discricionária, comprometendo ancoragem da inflação (Clarida, 2010).
- Bernanke (2012) e Yellen (2011): PM deve ser condicional, com BC explicitando que a condução da PM depende das condições econômicas.
- Estudos do FED: comunicação do BC com público sobre intenções futuras da tx de juros CP influencia as expectativas dos agentes, afetando tx juros LP.

# Politica financeira 1

- NCM: dicotomia entre PM e politica financeira
- PM responsavel pela estabilidade de preços, e politica financeira é substituida pela regulação microprudencial.
- Einchengreen et al (2010): crise financeira abalou confiança nas ferramentas microprudenciais para propósitos de estabilidade financeira.
- Na presença de falhas de mercado o mais apropriado é a utilização de regulação macroprudencial; PM e política financeira devem operar de forma conjunta (Bernanke, 2012, Minskhin, 2011); ex: redução de juros combinado com regulação financeira + rígida
- Taylor (2010): incorporação da politica financeira promove perda de independencia do BC.

# Política fiscal

- Mishkin (2012): crise gerou aumento substancial do déficit público e dominância fiscal (governos não são capazes de liquidar gastos excessivos com impostos futuros). Assim, PM será chamada para monetizar a dívida pública promovendo inflação.
- Blanchard et al (2013): necessidade de criar “espaço fiscal” para execução de déficits orçamentários. Adoção de política fiscal anticíclica (periodos de crescimento redução relação dívida/PIB para prover espaço para elevação de gastos na recessão).

# Quadro síntese

## Núcleo Firme

- Taxa Natural de desemprego;
- Expectativas racionais;
- Modelos de Equilíbrio Geral Estocástico
- Concorrência imperfeita e rigidez de preços;
- Inflação como um fenômeno monetário;
- Inconsistência temporal de planos ótimos;
- Banco Central Independente.

## Cinturão Protetor

- Curva de Phillips de curto prazo: a regra de Taylor não garante a redução dos desvios do produto e da inflação;
- Questionamento a Hipótese de Mercados Eficientes: Introdução da Regulamentação macroprudencial;
- Questionamento da Equivalência Ricardiana: Espaço fiscal e equilíbrio fiscal no longo prazo;
- Não Neutralidade da moeda no curto: prazo eficácia de políticas de expansão quantitativa em períodos de exceção.

## Evidências

- A crise financeira americana de 2007-2008 e seus impactos sistêmicos na economia dos EUA e mundial.

## Orientações para a condução da Política Econômica

- Política Monetária: Regime de Metas de Inflação e gerenciamento de risco; Políticas de expansão quantitativa são efetivas em períodos de exceção;
- Política Financeira: regulação macroprudencial, operacionalizada pelo BC e subordinada a PM;
- Política Externa e Cambial: abertura comercial e câmbio flutuante;
- Política Fiscal: espaço fiscal para períodos de crise e orçamento equilibrado a longo prazo.

# Avaliação final

- Programa de pesquisa de revisão do NCM mantém intacto o “núcleo firme”, com manutenção do RMI como estrutura de governança da política macro, e algumas mudanças no “cinturão protetor” (questionamento da regulação microprudencial, hipótese de mercados eficientes, equivalência ricardiana, etc.).
- Mudanças podem ser vistas como “regressivas” no sentido de que trata-se de ajustes ad hoc no cinturão protetor.



# Visões do mainstream

- Não há uma visão homogênea nos economistas do mainstream qto a revisão do NCM: posição mais flexível (Blanchard favorável a utilização de instrumentos acessórios, inflação mais elevada, política fiscal anticíclica, regulação macroprudencial) e mais rígida (Taylor favorável a manutenção do cinturão protetor original).

# Crítica heterodoxa

- Palley (2013): revisão do NCM representa um “*Gatopard Economics*”, i.e., uma mudança para manter tudo igual, mantendo essência do NCM.
- Mudanças ainda estão presas as premissas básicas do “velho” modelo (benchmark ainda é livre mercado, neutralidade da moeda, etc.) visto como inadequado para entender a realidade atual.
- No longo prazo tudo permanece como antes, enquanto que no CP políticas monetárias não convencionais e política fiscal podem ser necessárias para conter recessão mais profunda.