

Uma breve revisão do Novo Consenso Macroeconômico a partir da crise de 2007/08: questionamentos internos acerca da condução da política econômica pós-crise

A brief review of the New Macroeconomic Consensus from the 2007/08 crisis: internal questions about the conduct of post-crisis economic policy

Paulo José Saraiva^a

Resumo: As últimas quatro décadas foram marcadas pela ascensão, hegemonia e revisão do pensamento liberal compendiado no Novo Consenso Macroeconômico. A consolidação de uma “nova síntese” no início dos anos 90 resultou, dentre várias orientações de política econômica, na implantação do regime de metas de inflação em diversos países, na defesa de resultados de uma grande moderação no início dos anos 2000 e na ocorrência da crise financeira a partir de 2007. Contudo, a Revisão do Novo Consenso Macroeconômico nos EUA reavaliou o impacto da crise no arcabouço teórico e na orientação da política econômica. Como resultado, ajustes marginais na condução da política econômica são propostos para lidar com as falhas observadas a partir da crise 2007/08.

Palavras-Chaves: Crise Financeira Internacional, Novo Consenso Macroeconômico e Revisão do Novo Consenso.

Classificação JEL: E50, E60, F30.

Abstract: The last four decades have been marked by the rise, hegemony and revision of liberal thought as summarized in the New Macroeconomic Consensus. The consolidation of a "new synthesis" in the early 1990s resulted, among various economic policy guidelines, in the implementation of the inflation targeting regime in several countries, in the defense of results of a great moderation in the early 2000s and in the occurrence the financial crisis as of 2007. However, the New Macroeconomic Consensus Review in the US reassessed the impact of the crisis on the theoretical framework and on the orientation of economic policy. As a result, marginal adjustments in the conduct of economic policy are proposed to deal with the failures observed since the 2007/08 crisis.

Keywords: International Financial Crisis; New Consensus Macroeconomics: Review New Consensus.

Classificação JEL: E50, E60, F30.

^a Doutor em economia pela UFRJ, Professor do curso de Ciências Econômicas da UFRRJ/ITR e do Programa de Pós-graduação em Economia Regional e Desenvolvimento (PPGER/UFRRJ). E-mail: pjsaraiva@ufrj.br

1. Introdução

O questionamento em relação a síntese neoclássica promovida inicialmente por Friedman nos anos 60, foi reafirmada pelos Novos Clássicos e as escolas que os sucederam, ganhando força a partir dos anos 70. Alguns eventos foram particularmente importantes para a derrocada dos keynesianos, como as crises do petróleo (1973 e 1979) e o fim de *Bretton Woods* (1973), cujas consequências geraram impactos recessivos e inflacionários (estagflação), além de elevadas taxas de juros ao final da década de 70 e boa parte dos anos 80, nos EUA e na Europa. Em particular, questionou-se a curva de *Phillips* e conseqüentemente a eficácia da política discricionária que deu lugar a uma política de regras monetárias em detrimento das ações fiscal. A nova orientação a ser seguida pelo “*mainstream*” defendeu a retomada do pensamento clássico, como a base de uma nova orientação para a condução da política econômica.

O Novo Consenso Macroeconômico (NCM), ou o que alguns autores denominaram de Nova Síntese Neoclássica, absorveu as questões teóricas, estudos empíricos e experiências práticas em diversos Bancos Centrais (BC), desde o final da década de 80, em diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento^b. A pluralidade de definições deve-se, em boa medida, a incorporação pela corrente Novo-Keynesiana, de um amplo desenvolvimento teórico e metodológico, desde a década de setenta, que colocaram em questionamento a validade da teoria e política econômica Keynesiana.

O núcleo deste consenso é composto por contribuições dos neoclássicos, monetaristas, novo-clássicos, dos modelos de ciclo real de negócios, bem como pela própria corrente Novo-Keynesiana. A busca por uma nova síntese, gerou um papel residual à política fiscal em detrimento da Política Monetária (PM), reafirmação da neutralidade da moeda no longo prazo, a incorporação de expectativas racionais, aceitação da crítica de Lucas, da hipótese de mercados eficientes e dos modelos dinâmicos de equilíbrio geral estocásticos, de modo similar à metodologia utilizada nos modelos de Ciclo Real de Negócios (CRN). No entanto, mercados de concorrência imperfeita e fricções de preços e salários foram adicionados ao corpo teórico, assim como a regra de Taylor substituiu a função de equilíbrio do mercado monetário (LM), tornando-se um importante instrumento da PM.

O resultado desta síntese, dentre outras recomendações de política econômica, foi à implantação e consolidação do Regime de Metas de Inflação (RMI), que representou um conjunto de orientações teóricas de como a PM deveria ser conduzida por um BC. MISHKIN (2007) chegou a afirmar que se estava construindo uma “ciência monetária”, enquanto BERNANKE (2004) atribuiu a esta estabilidade econômica (inflação e desemprego) das últimas décadas o qual denominou de “a grande moderação”. No entanto, a crise americana iniciada em 2007 e agonizada pelos eventos do segundo semestre de 2008 (falência do Lehman Brothers, agravamento das condições financeiras

^b Para uma discussão mais detalhada ver Paula, L. F. e Saraiva, P. J. REVISTA PARANAENSE DE DESENVOLVIMENTO, Curitiba, v.36, n.128, p.19-32, jan./jun. 2015

da AIG e paralização do interbancário), demonstrou que durante um período de aparente estabilidade, emergia um processo de ampliação da alavancagem e do nível de exposição ao risco no mercado financeiro americano.

Na contramão da suposta calma (grande moderação) vinha se desenvolvendo um forte movimento especulativo nos mercados financeiros americanos, particularmente nos mercados de hipoteca, cuja inter-relação e integração com os demais mercados gerou uma crise sistêmica e internacional com proporções similares a crise de 1929. Como resultado imediato, medidas não convencionais de políticas fiscais, mais principalmente monetárias foram necessárias e implantadas em grande magnitude para amenizar e reverter os impactos da ruptura financeira e da recessão na atividade econômica.

A partir de então, os fundamentos teóricos e as recomendações de política econômica do NCM foram questionadas, tanto no ambiente acadêmico, quando na esfera política, exigindo que seus proponentes e defensores, fornecessem respostas sobre as limitações e deficiências do modelo de política econômica adotada ao longo das últimas décadas. Diversos autores diretamente ligados ao Novo Consenso, buscaram rever as limitações teóricas, além de formularem novas orientações para a condução da política econômica pós-*subprime*. Contudo, tal revisão não é consensual entre os diversos autores e apresenta visões bem antagônicas, na qual se defende desde a manutenção irrestrita do modelo até então vigente, até mudanças mais profundas na condução da política econômica.

Nesta perspectiva, o artigo tem por objetivo analisar o debate norte-americanos pós-crise, identificando os consensos e dissensos acerca da condução da política econômica. Ademais, embora diversos estudos já tenham trabalhado com o tema, buscou-se ao longo do artigo reforçar algumas hipóteses, tendo como proposta de trabalho uma breve resenha de autores relevantes para o Novo Consenso, particularmente oriundos do meio acadêmico e do banco central americano (Fed). Para tanto, formulou-se duas hipóteses acerca da revisão do NCM, quais sejam: i) as mudanças na teoria e na condução da política econômica são marginais, não afetando a essência do NCM; e ii) As políticas monetárias não convencionais são consideradas instrumentos para períodos de ruptura econômica, mas não para períodos nos quais a economia opera de forma eficiente.

Para tanto, o artigo está estruturado em 2 seções, além desta introdução. Na próxima seção é discutida aspectos gerais do NCM e é brevemente apresentado o debate acerca dos aspectos centrais da revisão do NCM, no que tange a condução da política econômica pós-crise nos EUA. Conclui-se o artigo com a sistematização dos principais questionamentos acerca da Política Econômica que vem sendo apresentados pelos autores da Revisão do Novo Consenso Macroeconômico.

2. Novo Consenso Macroeconômico e sua Revisão a partir da crise financeira 2007/2008

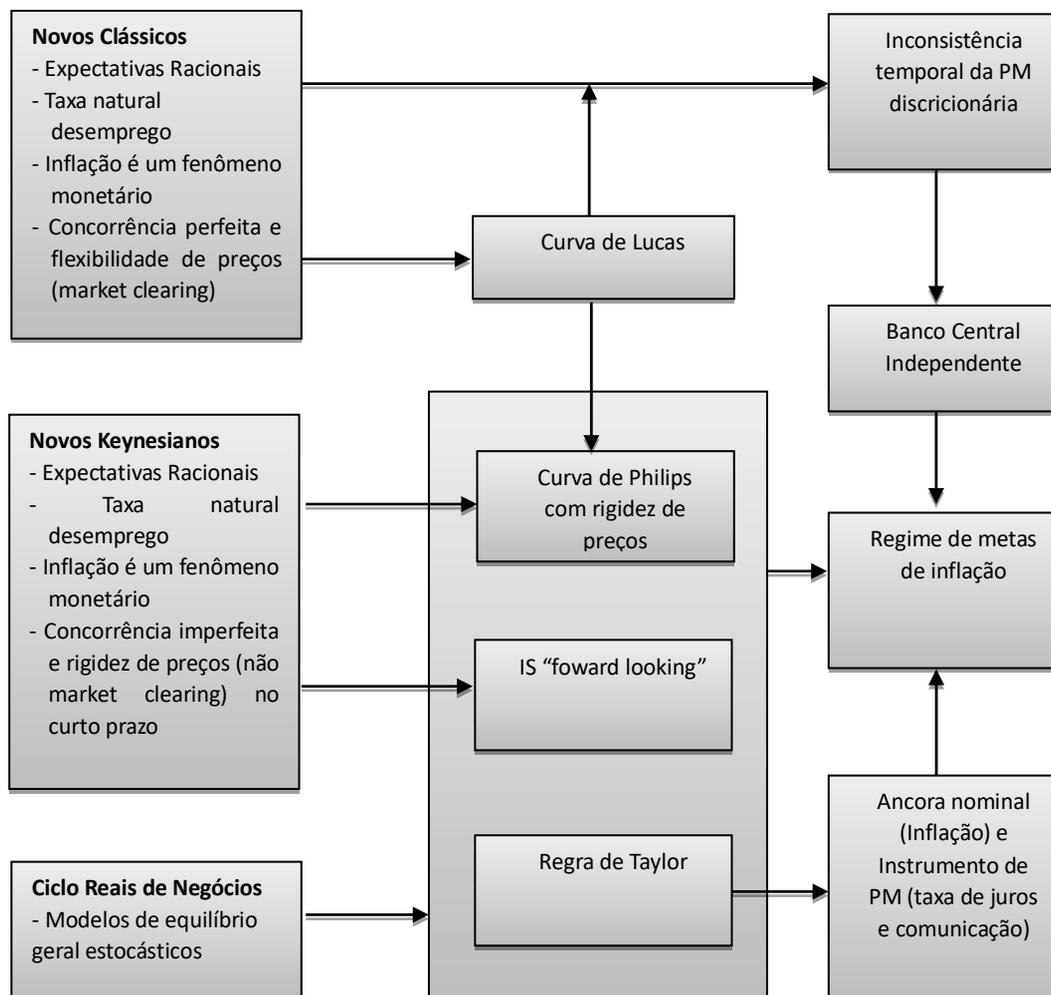
O programa de pesquisa do NCM surge da conjugação de elementos teóricos, empíricos e metodológicos, oriundos das escolas: neoclássicas, monetarista, novo-

clássica, do ciclo real de negócios e novo-keynesiana. Segundo BLANCHARD (1997), o NCM representa um movimento de convergência entre diferentes escolas, similar ao promovido por Paul Samuelson na década de 1940 que, ao conjugar elementos da teoria clássica com a keynesiana, promoveu a chamada síntese neoclássica. Os aspectos centrais do NCM são a incorporação da hipótese de expectativas racionais, a relevância da demanda agregada na condução da atividade econômica no curto prazo, devido à presença de rigidez de preço e salários micro fundamentadas, além da importância das imperfeições de mercado para a explicação da trajetória da economia em relação à taxa de crescimento no longo prazo. Nesta mesma linha, TAYLOR (1997, p.12) argumenta:

[...], in my view, there is a set of key principles a core - of macroeconomics about which there is wide agreement. This core is the outgrowth of the many recent debates about Keynesianism, monetarism, neoclassical growth theory, real-business-cycle theory, and rational expectations. The core is practical in the sense that it is having a beneficial effect on macroeconomic policy, especially monetary policy, and has resulted in improvements in policy over the past fifteen years.

Na figura 1 busca-se sintetizar as hipóteses, os modelos e os elementos operacionais do NCM e o RMI. Conforme abordado, as principais contribuições teóricas são oriundas das escolas velhos keynesianos, novo clássica e de ciclo reais de negócios que foram alteradas para incorporar a rigidez de preços no curto prazo, além da concorrência imperfeita, pelos novos keynesianos. A partir destes pressupostos e da metodologia de equilíbrio geral estocástico, o modelo ganha a forma de uma curva de Phillips e uma função IS. A operacionalidade da política monetária é representada pela regra de Taylor, a inflação enquanto a âncora nominal e a taxa de juros e a comunicação como as metas operacionais, que são passíveis de alterar as metas intermediárias (taxa de juros de longo prazo e expectativas de inflação) e deste modo à demanda agregada e consequentemente a inflação.

Figura 1. Aspectos teóricos, metodológicos e operações do regime de metas de inflação.



Fonte: Elaboração própria.

Nota: (1) A curva de Phillips com rigidez de preços não reage a choques monetários, a não ser que este afete as expectativas de inflação e consequentemente a taxa real de juros; (2) a regra de Taylor substitui a função LM; (3) o regime de metas de inflação deverá reagir a choques de demanda, permanecendo inalterado quando da ocorrência de choque de oferta; (4) a inflação, enquanto a escolha para a âncora nominal se deve à indeterminação do produto potencial (taxa natural de desemprego) e da taxa de juros de equilíbrio.

As divergências internas, como resultado da crise do subprime, tornam-se significativas, variando desde uma proposta de mudança mais profunda, na qual o foco da PM deveria 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 esta a utilizada na discussão deste artigo (SMETS, 2013).

Senão de outro modo, a crise financeira de 2007-08 colocou em xeque a viabilidade do NCM. Neste contexto de crise, a taxa de juros perde rapidamente a sua eficácia quando se aproxima de zero, e as políticas não convencionais, monetárias e fiscais, são acionadas para evitar que a recessão se torne um processo circular. Conseqüentemente, observou-se o forte impacto da crise sobre a estabilidade fiscal, resultando em forte aumento do endividamento público (MINSHKIN, 2012; BLANCHARD *et al.*, 2013). Segundo BLANCHARD *et al.* (2010, p. 3):

It was tempting for macroeconomists and policymakers alike to take much of the credit for the steady decrease in cyclical fluctuations from the early 1980s on and to conclude that we knew how to conduct macroeconomic policy. We did not resist temptation. The crisis clearly forces us to question our earlier assessment.

Entretanto, vários teóricos do NCM vêm reafirmando que a crise e as medidas não convencionais adotadas para conter o pânico nos mercados financeiros, além do forte desaquecimento da atividade econômica, não abalaram a estrutura teórica, prevalecendo os princípios da NCM, quais sejam:

1) inflation is always and everywhere a monetary phenomenon; 2) price stability has important benefits; 3) there is no long-run tradeoff between unemployment and inflation; 4) expectations play a crucial role in the determination of inflation and in the transmission of monetary policy to the macroeconomy; 5) real interest rates need to rise with higher inflation, i.e., the Taylor Principle; 6) monetary policy is subject to the time-inconsistency problem; 7) central bank independence helps improve the efficiency of monetary policy; 8) commitment to a strong nominal anchor is central to producing good monetary policy outcomes (...). (MINSHKIN, 2011, p. 3).

Esta avaliação sugere que a essência dos elementos da convergência teórica pré-crise deverá permanecer, conforme abordado por MISHKIN (2011, p.32), que afirma:

The monetary policy strategy that follows from the eight principles of the new neoclassical synthesis is what I have referred to, for want of a better name, as flexible inflation targeting. Since, as I have argued here, none of these principles is invalidated by the events of the recent financial crisis, this approach to monetary policy strategy is still equally valid. The arguments supporting central banks’ adhering to the principles of the new neoclassical synthesis are still every bit as strong as they were before the crisis.

Contudo, mesmo que a crise e as políticas monetárias não convencionais (PMNC) não tenham abalado a estrutura teórica da PM do NCM, pelo menos na visão destes autores ela expôs vulnerabilidades e limitações da PM que foram repensadas pelos fundadores do NCM. A convergência refere-se a transitoriedade das políticas não convencionais e a necessidade de que os estímulos monetários sejam retirados da economia (Gertler e Hoffman, 2016; Rudebusch, 2018). De outro modo ela gerou uma forte 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 flexibilização do regime de metas de inflação, representadas pela necessidade de a PM interagir com as políticas macroprudenciais, controle de capitais e câmbio, assim como a redefinição do papel da política fiscal.

2.1. Política monetária

A recente crise americana e seus efeitos demonstraram que grandes choques podem ocorrer na economia, sejam eles oriundos do setor financeiro ou de algum outro setor da economia, e que a meta de uma inflação baixa (por exemplo, de 2% a.a.) tem consequências danosas para a efetividade de uma PM anticíclica. Como resultado, alguns economistas do *mainstream* sustentam que a meta da taxa de inflação poderia ser elevada (em torno de 4% a.a.), em comparação ao período que antecedeu a crise, permitindo uma margem maior para a PM operar a taxa de juros de curto prazo (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.8).

Por outro lado, permitir uma meta mais elevada representa avaliar os custos das distorções geradas, ao passo que os benefícios pressupõem maior efetividade da PM convencional para lidar com situações de recessão. Os principais custos são apresentados a seguir: i) ancorar expectativas em 4% a.a. é mais difícil; ii) maior volatilidade da inflação, decorrente do sistema fiscal que não é neutro a inflação; iii) impacto sobre o saldo real de moeda; e iv) mudanças estruturais na economia (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.8).

MINSHKIN (2011, p.32) sustenta que uma meta de inflação acima de 3% promoverá uma tendência de elevação da inflação para patamares mais altos e que os custos associados à taxa de juros próxima ao limite inferior, dado que estes eventos ocorrem raramente, seriam inferiores aos benefícios de uma inflação mais baixa. De acordo com MISHKIN (2011) a experiência americana da década de 1960 promoveu uma elevação da taxa de inflação que continuaram a se elevar gerando uma grande inflação nos anos 1970 e 1980 e que a redução da inflação, durante a era Volcker, apresentou um alto custo.

Em um segundo ponto, BLANCHARD *et al.* (2010) criticam a escolha de um único índice ou núcleo para a inflação, uma vez que este apresenta problemas, principalmente quando o índice de inflação é comparado ao produto ou aos preços dos

ativos e agregados monetários. Tal fato decorre da possibilidade de a inflação estar estável, porém o hiato do produto não, gerando *trade off* entre as variáveis, bem como a inflação e o produto estarem estáveis, mas o comportamento de preços de ativos e de agregados monetários (crédito, por exemplo) apresentarem fortes variações (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.7).

Note-se que, tanto o aumento da meta de inflação (apresentada pelo departamento de pesquisa do FMI) quanto a substituição por outro índice, foram questionadas por TAYLOR (2010, p.8). Segundo o autor, tal medida em um ambiente de aumento da dívida pública e expansão do balancete do BC poderiam reduzir significativamente a credibilidade na meta de inflação e, conseqüentemente, a independência do BC. Tal medida seria ainda mais inapropriada se adotado pelos países emergentes, cujas taxas de inflação normalmente são mais elevadas do que nos países desenvolvidos.

Um terceiro ponto da revisão sobre a condução da PM refere-se à uma discussão da década de 2000: a PM deveria ser utilizada para controlar o preço dos ativos financeiros? Como visto, BERNANKE e GETLER (2001) consideram a taxa de juros pouco sensível às variações nos preços do ativo, de modo que teria pouca efetividade para lidar com excesso de alavancagem de instituições financeiras, elevação de riscos de mercado e sobre valorização de preços de ativos. Ademais era aceita a “doutrina Greenspan” de que o BC deveria atuar após a ruptura da bolha (limpar), ao invés de “inclinarse contra o vento” (atuar preventivamente).

BLANCHARD *et al.* (2010; 2013) e BLANCHARD E SUMMER (2017) argumentam que a crise reacendeu o antigo debate se a PM deverá ser utilizada para mitigar bolhas, cujo o argumento é a dificuldade de se avaliar corretamente o significado das elevações de preços em mercados específicos, correndo o risco de cometer o erro tipo I (assumir a existência de uma bolha, quando o aumento de preços reflete mudanças nos fundamentos) ou o erro tipo II (assumir que as mudanças nos preços refletem fundamentos, quando na verdade é uma bolha). Os autores argumentam ainda que a taxa de juros é um instrumento inadequado para lidar com variações dos preços dos ativos, ainda que a utilização de uma taxa de juros mais baixa implique em riscos mais elevados, pois o aumento da taxa de juros objetivando mitigar a exposição de tais riscos mais elevados de mercado representa a aceitação de um aumento do hiato do produto, prejudicando assim o crescimento do produto e do emprego. Segundo os autores, a melhor resposta seria a utilização de política macroprudencial.

MISHKIN (2011, p. 42) apresenta diversos estudos que apontam para a relação entre taxa de juros baixa e a formação de bolhas. Através do “*risk taking channel of monetary policy*”, tem-se argumentado que as taxas de juros baixas podem estimular a busca por rendimentos mais elevados, aumentando o nível de exposição ao risco, bem como promover a elevação das margens líquidas e o valor financeiro das empresas, estimulando a alavancagem e a assunção de mais riscos. Ademais, a PM crível suscita a redução das incertezas, induzindo a subestimação de riscos no mercado, além da indução de risco moral pelas instituições financeiras. Desta forma, MISHKIN (2011, p. 37) defende a utilização da PM para mitigar risco macroeconômico, através do gerenciamento

de risco, na qual o BC deverá atuar de forma preventiva à ocorrência de rupturas financeiras, promovendo alteração da taxa de juros de curto prazo, e minimizando o risco de um ciclo de *feedback* negativo. Tal proposta é reafirmada por WOODFORD (2012a), que propõem a incorporação de uma nova meta ao RMI, representado pelo objetivo de estabilidade financeira. Nesta perspectiva a PM deverá manter como objetivo primordial o compromisso com uma meta de inflação de longo prazo, porém poderá alterar a taxa de juros de curto e médio prazo para “incliná-lo contra o vento”.

Em contraponto, TAYLOR (2010, p.8) discorda da proposição desses autores, seja em relação à regulação macroprudencial, seja quanto ao gerenciamento de risco. Nesta perspectiva, TAYLOR (2010, p.8) argumenta que enquanto a PM adotada pelo FED, ao longo da década de 1990, utilizou uma regra de condução da PM (do tipo regra de Taylor), ocorreu uma convergência entre a regra e o *Federal Fund Rate* e observou-se um período de estabilidade do nível de preços, do produto e das condições financeiras. Entretanto, durante 2002-2005 as taxas de juros de curto prazo, definida pela autoridade monetária, tornaram-se muito mais baixas do que a regra de Taylor recomendava, incentivando a ampliação de crédito ao setor imobiliário, bem como a sua longa duração estimulou uma assunção maior ao risco. Segundo o autor, a assunção ao risco decorre dos impactos indesejados de taxas de juros muito baixas em dissonância a regra de juros para a estabilidade financeira, devendo a autoridade monetária seguir a regra de política de modo a mitigar este risco.

Uma última questão refere-se a política de sinalização (gestão de expectativas) proposta por EGGERTSSON e WOODFORD (2003) e questionada por WILLIAMS (2011), que argumentou que a orientação para frente (*forward guidance*) é inconsistente temporalmente. Tal fato se deve ao compromisso do BC de manter a taxa de juros de curto prazo inferiores ao que faria no futuro, permitindo uma inflação mais elevada a frente. No entanto, o BC poderia descumprir o compromisso assumido e elevar as taxas de juros para conter a elevação da taxa de inflação. Como resultado a inconsistência temporal poderia afetar negativamente as expectativas e gerar impactos negativos sobre a credibilidade.

BERNANKE (2012b) e YELLEN (2011) concordam com esse argumento, identificando que a política de orientação para frente, quando conduzida de forma incondicional, terá como consequência a inconsistência temporal. No entanto, para evitar este problema, a PM deverá ser condicional (discricionariedade restrita), de modo que a comunicação do BC com o público deve explicitar que a condução da PM, em relação às taxas de juros, depende das condições econômicas, podendo ser modificada, na medida em que estas condições se alteram^c.

Contudo, CLARIDA (2010) questionou o argumento em defesa de uma política condicional, alegando que este tipo de comunicação pode ser percebido pelo público como discricionária, comprometendo a ancoragem da inflação no futuro. Como

c. Uma outra questão relevante é se o “*forward guidance*” deve tomar a forma de uma declaração sobre as intenções futuras de política ou se é suficiente o banco central prover uma avaliação de suas prováveis decisões futuras, dada as condições que podem ser antecipadas no presente (WOODFORD, 2014, p.57).

alternativa WOODFORD (2012a) apresentou uma proposta^d de meta de PIB nominal, calculado pela multiplicação do hiato do produto e de uma meta de inflação (estipulada pelo BC). Neste, a revisão do cálculo do critério objetivo, buscou a construção de um índice de referência mais simples, de modo a facilitar a comunicação do BC e o entendimento do público, objetivando reduzir os riscos de perda de credibilidade e compromisso da autoridade monetária.

BERNANKE (2009; 2012b), YELLEN (2011) e WILLIAMS (2011), por sua vez, argumentam que os estudos realizados pelo FED, para os primeiros anos da crise, têm demonstrado que o canal da sinalização (*signalling channel*) constitui-se em um instrumento de PM especialmente importante e eficiente. A comunicação do BC com o público, sobre as suas intenções futuras de taxa de juros de curto prazo, bem como em relação a outras medidas, influencia as expectativas dos agentes. Esta, por sua vez, influencia as taxas futuras de curto prazo que determina a taxas de juros de longo prazo, por meio da hipótese de expectativas da estrutura a termo, promovendo alterações na demanda agregada e conseqüentemente no produto. Contudo, WILLIAMS (2011) identifica que alguns trabalhos empíricos para a crise atual têm questionado a relevância e superioridade deste canal em relação aos outros. Ademais, como abordado por CECIONI *et al.* (2011), a orientação para a frente da PM pode gerar problemas associados a risco moral, bem como estimular comportamentos de risco, como enfatizado pelo canal de assunção ao risco.

Finalmente, destaca-se que o canal da sinalização é um instrumento de PM mais eficiente em condições normais de mercado uma vez que a operacionalização da PM em um RMI envolve diretamente a determinação da taxa de juros de curto prazo, na qual o BC detém monopólio sobre a base monetária. Por outro lado, quando o BC se utiliza de PMNC ele não é capaz de determinar, mas somente influenciar as mudanças de portfólio dos agentes, o que torna a efetividade destas políticas, no mínimo duvidosas, afetando negativamente o canal de sinalização (BORIO e DISYATAT, 2009, p.16).

2.2. Política financeira

A desregulamentação financeira, a partir da década de 1970, em diversas economias centrais, promoveu o abandono da regulação e supervisão como uma ferramenta macroeconômica sobre o argumento da irrelevância teórica da intermediação financeira, ancorada pela hipótese de neutralidade dos preços de ativos em relação às implicações macroeconômicas (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.8). A suposição do NCM de que a taxa de juros de curto prazo representa um índice de condições gerais para os demais preços da economia implicava que o canal de preços ativos responde de forma estável e previsível as mudanças na taxa de juros.

d. Segundo WOODFORD (2012a) a proposta de uma meta de PIB nominal mais simples permite um entendimento melhor por parte do público, se comparado a regra de EGGERTSSON e WOODFORD (2003).

De modo complementar a dicotomia entre a PM e a política financeira no RMI foi atribuída ao “princípio de Tinbergen”, segundo o qual para o atingimento de cada objetivo de política econômica deve ser utilizado um único instrumento. Assim, a PM ficou responsável pela estabilidade de preços dos bens e serviços, ao passo que a política financeira foi substituída pela regulação e supervisão microprudencial – que passou a operar de forma individualizada em mercados financeiros específicos (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.8; EICHENGREEN *et al.*, 2011, p.4).

As instituições depositárias, por sua vez, permaneceram sob a supervisão e regulação microprudencial, visto que elas poderiam afetar a atividade econômica por meio do canal de crédito. Deste modo, a autoridade monetária poderia minimizar os riscos individuais dos bancos comerciais, por meio dos instrumentos clássicos – depósitos compulsórios e empréstimos de liquidez – mantendo, assim, a função do BC de emprestador de última instância (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.8). Por outro lado, a desregulamentação dos mercados financeiros resultando em um processo de desintermediação financeira, apoiada na hipótese de mercados eficientes, permitiu que as instituições não depositárias estivessem à margem de qualquer forma de regulação e supervisão microprudencial.

Esta nova estrutura regulatória e de supervisão, cujo foco era microprudencial e dirigida ao mercado bancário, representou a principal vulnerabilidade da política econômica no período pré-crise, pois nenhuma entidade governamental, na maioria das economias avançadas, tinha autoridade macroprudencial que lhe permitisse adotar medidas de redução do risco sistêmico, seja do sistema bancário, mercado de capitais ou principalmente no sistema bancário “sombra” (*shadow bank system*). Deste modo, como sustenta BLANCHARD *et al.* (2013, p.18), a regulação microprudencial “does not sufficiently take into account the interactions among financial institutions and between the financial sector and the real economy”. Nesta perspectiva, BLANCHARD e SUMMER (2017) reafirmam a importância da regulamentação financeira e das políticas macroprudenciais como um dos instrumentos fundamentais para mitigar a ocorrência de crises financeiras.

Esta estrutura de política financeira foi predominante até meados da década de 2000, quando, segundo EICHENGREEN *et al.* (2010), a crise financeira global abalou a confiança nas ferramentas microprudenciais como principal instrumento de estabilidade financeira. Neste ponto deve-se ressaltar que o NCM identificava a taxa de juros de curto prazo como um índice de condições gerais, subestimando os efeitos nos preços dos ativos e como decorrência direta na estabilidade financeira e na atividade econômica. Conforme sustentado por MISHKIN (2011), o gerenciamento de risco torna-se um novo instrumento para lidar com bolhas de preços de ativos, mas não é o instrumento mais apropriado para lidar com situações na qual ocorrem falhas de mercado que promovem bolhas de crédito. Neste ponto, MISHKIN (2011) argumenta que as bolhas de preços de ativos associadas a crédito são mais fáceis de identificar e criam um impacto mais forte sobre a atividade econômica do que as bolhas de exuberância racional (no mercado de capitais). Desta forma, o autor contrapõe a “Doutrina Greenspan”, dado que a crise atual demonstrou que

os custos de atuação do BC após o estouro de uma bolha de crédito são muito mais elevados do que o custo da atuação preventiva. Contudo, a questão central do debate refere-se a qual instrumento de intervenção é o mais adequado.

A regulação microprudencial representa um conjunto de regras que objetivam a solvência e liquidez das empresas individuais. Ressalta-se que segundo MINSHKIN (2011), devem permanecer como um dos arcaouços regulatórios, embora não seja uma medida adequada para lidar com situações de falha de mercado. Por outro lado, as políticas macroprudenciais são apropriadas para lidar com a inter-relação entre as diversas instituições e mercados financeiros. Embora algumas instituições possam estar operando, individualmente, de forma prudente, estas são suscetíveis aos riscos gerados por outras instituições devido à externalidades e características inerentes ao mercado financeiro.

Na presença de falhas de mercado, o mais apropriado – conforme MISHKIN (2011), BERNANKE (2012a) e WOODFORD (2012b) - seria a utilização de regulação e supervisão macroprudencial. A revisão do NCM aponta, ainda que incipientemente, para a eliminação da dicotomia entre a PM e a política financeira, sendo que os dois instrumentos devem operar de forma conjunta, desempenhando as funções de estabilização inflacionária, do produto e financeira. Esta ampliação de objetivos e instrumentos se justifica em virtude de a PM estar no centro das decisões de alavancagem dos bancos comerciais, bem como das demais instituições financeiras, pois pequenas alterações nos custos de empréstimos podem ter grande impacto sobre os riscos e as condições de financiamento. Neste sentido, WOODFORD (2014) sustenta que um regime de metas de inflação flexível não precisa ser rejeitado como estrutura de política econômica, mas precisa sim ser complementado, e que múltiplos objetivos requerem múltiplos instrumentos.

Considerando desejável a combinação entre a PM e a regulação e supervisão macroeconômica surge a questão da coordenação entre elas, bem como se estas deveriam ser desempenhadas por instituições diferentes ou em uma mesma instituição. A primeira questão exige que a regulação prudencial adquira dimensões macroeconômicas e que as mudanças na PM e/ou no ambiente econômico, bem como na própria política financeira, sejam coordenadas, permitindo que os objetivos sejam convergentes e adquiram uma forma crível, de modo que a comunicação com o público influencie as expectativas dos agentes na mesma direção pretendida pela política econômica (BLANCHARD *et al.*, 2010; MINSHKIN, 2011).

O BC é um candidato natural para assumir essa coordenação visto que já exerce a supervisão bancária, além do conjunto de informações que utiliza para a execução da PM. Ademais, a coordenação entre os objetivos e instrumentos monetários e financeiros tende a gerar melhores resultados quando operado por apenas uma instituição (BLANCHARD *et al.* 2010; MINSHKIN, 2011). Tal proposição também é defendida por EICHENGREEN *et al.* (2010), que identifica o BC como a principal instituição para incorporar a política financeira.

Uma política macroprudencial restritiva para conter bolhas de crédito promove a redução do crédito e da demanda agregada e pode ser compensada por uma PM que minimize o efeito sobre a redução da demanda agregada. Alternativamente, a PM que opere uma taxa de juros baixa, objetivando estimular a atividade econômica, pode ser compensada pela política macroprudencial mais rígida para conter o surgimento de bolhas de preço de ativos. O desafio apresentado por esta nova perspectiva exige a coordenação entre os instrumentos monetários e prudenciais (MISHKIN, 2011; BLANCHARD *et al.*, 2013). Como assinala STIGLITZ (2014, p.342-43), “monetary economists often draw a division between macroprudential, microprudential, and conventional monetary policy instruments (...) [however], the government needs to draw on all of these instruments, *in a coordinated way*” (itálicos no original).

Esta proposição não é compartilhada por TAYLOR (2010, p.7), que critica a utilização de política regulatória discricionária para lidar com booms de crédito ou preços de ativos, sendo adequada a regulação convencional que incide sobre o risco de cada instituição. O autor argumenta que a crise teve como uma das causas a utilização de taxas de juros muito abaixo do que seria indicado por uma regra de PM, e, desta forma, a taxa juros adequada (definida a partir de uma regra) constitui-se em instrumento potencial para impedir situações de crise. Ademais, segundo o autor a incorporação da política financeira tende a promover a perda de independência do BC.

2.3. Política fiscal

A política fiscal, desde a década de 1970, foi posta em segundo plano pela crítica monetarista e novo-clássico dos efeitos de “*crowding out*” e mais recentemente pela equivalência ricardiana, que questionou a sua efetividade e reduziu a sua importância a uma regra de controle orçamentário objetivando dar suporte a estabilidade de preços. No entanto, conforme abordado por BLANCHARD *et al.* (2010, 2013), verificou-se a partir da crise que a política fiscal mostrou ser um importante instrumento anticíclico, e que, portanto, “a strong case emerged for revising the precrisis consensus that fiscal policy had a limited cyclical role to play” (BLANCHARD *et al.*, 2013, p.11). De forma complementar BLANCHARD e SUMMER (2017) a possibilidade de um maior ativismo fiscal, como instrumento de estabilidade financeira, particularmente em situações de taxa de juros muito baixas.

Primeiro, porque a PM convencional e não convencional atingiu seus limites no uso das ferramentas anticíclicas durante a crise financeira e a Grande Recessão que a seguiu. Assim, a política fiscal tornou-se a única alternativa ainda disponível para estimular a atividade econômica (ROMER, 2011). Em particular, estudos empíricos mostram que os multiplicadores fiscais em geral são maiores quando a PM alcança níveis próximos ou abaixo de zero (“*zero lower bound*”) e/ou quando a economia se encontra em recessão (EBERLY, 2014, p.180), ou seja, o efeito da política fiscal é altamente dependente do estágio de crescimento da economia. Segundo, porque as expectativas em relação a longa duração da crise não impunham nenhum problema às críticas relacionadas

aos efeitos defasados atribuídos a esta. Por outro lado, observou-se que as economias com elevado nível de endividamento apresentaram problemas em promover estímulos fiscais, ao passo que economias com menor déficits orçamentários tiveram maior folga para executá-la (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.10).

MISHKIN (2012, p.6) argumenta que os déficits fiscais aumentaram cerca de 10% nos EUA enquanto em alguns países da Europa, particularmente a Grécia, o risco de inadimplência dos títulos soberanos aumentou significativamente. Tal situação conduz a dominância fiscal, na qual os governos podem não ser capazes ou não estarem dispostos a liquidar os gastos excessivos com a cobrança de impostos futuros. Neste caso, a restrição orçamentária intertemporal deverá ser resolvida pela emissão de passivos monetários pelo BC ou por um default da dívida, sendo que as duas situações levam a um aumento da inflação.

A opção pela monetização da dívida, por meio da compra de títulos do tesouro pelo BC, leva a autoridade monetária a abdicar do controle de preços, resultando em um aumento na taxa de inflação. Nesta perspectiva, caso o BC optasse pela não monetização e o governo conseguisse evitar um default da dívida, permitindo ao BC manter um forte compromisso com a estabilidade da inflação, ainda assim a dominância fiscal, resultante do elevado déficits, obrigaria a autoridade monetária, em algum momento no futuro, a monetizar a dívida pública (MISHKIN 2012, p.34). Por outro lado, a não monetização da dívida poderia causar uma elevação da taxa de juros e contração da atividade econômica, que por sua vez aumentaria o risco de default dos títulos soberanos, provendo uma ruptura financeira e uma redução ainda maior da atividade econômica, com a inflação se elevando. Soma-se a discussão anterior, o risco de que a dominância fiscal promova elevação nas expectativas de mercado, guiando-as para uma inflação mais alta, ainda que o BC mantenha um forte compromisso com a estabilidade de preços.

Deste modo, a crise fiscal levou MISHKIN (2012, p.35), a revisar o princípio de que “a inflação é sempre e em qualquer lugar um fenômeno monetário”. Segundo este autor, a crise gerou um aumento substancial do déficit público e um caminho para a dominância fiscal. Como decorrência, a PM em algum momento será chamada para monetizar a dívida pública, promovendo inflação, e caso não o faça, a possibilidade de um default de dívida terá como consequência, também, uma elevação da inflação. Por outro lado, o autor argumenta que a política fiscal pós-crise deverá promover uma redução do nível de endividamento e manter a função de sustentabilidade do orçamento governamental.

Tal proposição é criticada por BLANCHARD *et al.* (2013) que defendem uma revisão do papel da política fiscal, destacando a importância do “espaço fiscal”, segundo eles necessária para a execução de déficits orçamentários, como tem sido demonstrado pela crise econômica atual. Mas especificamente, BLANCHARD *et al.* (2013) defendem uma política fiscal anticíclica, na qual os períodos de crescimento econômico devem ser utilizados para a redução da relação dívida/PIB, provendo espaço para a elevação do nível de gastos e incentivos nos períodos em que a economia se encontra em recessão. De fato, ROMER (2011), ao analisar a experiência de países que dispunham de “espaço fiscal” –

como China, Coreia e Austrália – constatou que tais economias puderam empreender expansões fiscais robustas, reduzindo os custos inferidos pela crise econômica. Contudo, segundo BLANCHARD *et al* (2010, p.14), a condução da política fiscal deverá assumir compromissos orçamentários e desfrutar de credibilidade para período de médio e longo prazo, com cláusulas que permitam flexibilização nos períodos de crise.

2.4. Política cambial e o debate sobre regulação sobre conta capital

A crise financeira de 2007-2008 promoveu forte volatilidade no fluxo de capitais nas economias em desenvolvimento, particularmente naquelas caracterizadas pela abertura da conta capital, atividade econômica menos diversificada e mercados financeiros menos densos. Nestes os efeitos observados, tanto em relação a estabilidade dos mercados financeiros, quanto na variação e volatilidade do câmbio, foram mais desestabilizadores do que notado nas economias desenvolvidas. Tal situação reacendeu um antigo debate, em torna das políticas cambiais, bem como a eficiência dos instrumentos de intervenção sobre o câmbio e o controle dos fluxos de capitais (BLANCHARD, 2013). Segundo BORIO e DISYATAT (2009, p.11):

Exchange rate policy has been undertaken in a number of emerging market countries. This was done partly to counter abrupt reversals of capital inflows and the subsequent downward pressure on the exchange rate (for example, Brazil, Hungary, and Mexico). In addition, the Swiss National Bank set out a policy of intervening in the foreign exchange market to contain upward pressure on the Swiss franc, as part of its efforts to reduce deflationary risks and loosen monetary conditions.

Até a ocorrência da crise, os países desenvolvidos que adotaram o RMI utilizavam um regime de câmbio flexível e a política cambial só importava na medida em que comprometesse a meta de inflação. Nestes, as variações na taxa de câmbio nominal, que promovessem desvalorização da moeda nacional, impactavam sobre o nível de preços e, deste modo, tornavam-se motivo de preocupação pelo BC. No entanto, afirma-se que nos países que apresentam mercados financeiros integrados, os instrumentos cambiais, tais como as intervenções esterilizadas do BC, não são eficientes, pois os fluxos de capitais tendem a reagir aos diferenciais de taxa de juros (BLANCHARD *et al.*, 2013).

Por outro lado, esta não era uma realidade de diversos países emergentes, cujas oscilações cambiais, decorrentes da volatilidade dos fluxos de capitais, promovem impactos não desejados sobre estabilidade financeira e macroeconômica. Desta forma, a taxa de câmbio foi, de algum modo, gerenciada pelos BCs que, em determinados períodos, recorriam a intervenção no mercado cambial (compra ou venda de moeda e contratos de swap), tendo se intensificado durante a crise de 2007-08 (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.15). Nesta perspectiva, DE GREGORIO (2011, p.94) argumenta que:

La validez de las herramientas alternativas para hacer frente a una entrada insostenible de capital puede ser de particular importancia cuando la preocupación por la volatilidad del tipo de cambio real es relativamente alta. Por ejemplo, en las economías basadas en sus

exportaciones cuyos mercados financieros presentan un desarrollo imperfecto, las fluctuaciones cambiarias y episodios persistentes de apreciación pueden causar un daño sostenido a la estructura productiva. En tales situaciones, una intervención cambiaria limitada y bien dirigida puede ayudar a aliviar las presiones transitorias y al mismo tiempo acumular reservas internacionales, que actúan como ahorro precautorio y autoseguro frente a las potenciales consecuencias de una salida repentina de capitales.

No entanto OSTRY *et al.* (2012) argumentam que estas medidas podem comprometer a credibilidade e transparência da PM, a não ser que os BCs reconheçam publicamente que a estabilidade da taxa de câmbio compõe a sua função objetiva de maximizar o bem-estar. Deste modo, os autores defendem que as economias emergentes incorporem a meta de taxa de câmbio real e o instrumento de intervenção cambial enquanto um segundo componente de um RMI para lidar com os efeitos adversos do fluxo de capitais sobre a estabilidade macro e financeira. Desta forma, variações significativas em relação ao fluxo de capitais poderiam ser compensadas por alterações nas taxas de juros de curto prazo, além da intervenção esterilizada do BC no mercado de câmbio doméstico. De modo a não comprometer a credibilidade e transparência da PM, este segundo instrumento deverá estar subordinado a meta de inflação.

Preocupado com a intensidade e volatilidade dos fluxos de capitais para as economias emergentes após o contágio da crise de 2008, o FMI reviu a sua posição sobre o uso controles de capital, no que resultou uma “nova visão institucional” (IMF, 2012), especialmente no que diz respeito à regulação da entrada de capitais. De fato, o FMI fez progressos relevantes em relação não só à sua rejeição tradicional aos controles de capitais, mas também em relação as suas abordagens preliminares de 2010 e 2011 de aceitar controles de capitais em circunstâncias muito específicas (OSTRY *et al* 2010). Ao introduzir o novo termo "medidas de gerenciamento de fluxo de capitais" (em inglês, CFMs), o FMI deu mais espaço político para as economias emergentes sujeitas a grande entrada de capitais na medida em que afrouxou a hierarquia inicialmente estabelecida entre os instrumentos de gestão dos fluxos de capitais, que cobrem toda a gama de políticas macroeconômicas, regulamentações prudenciais e controles de capitais propriamente dito. Indo de ao encontro da perspectiva defendida pelo FMI, BLANCHARD *et al.* (2010) identificam que a utilização de medidas de controle de capitais, em períodos excepcionais, pode ser operada, por meio de controle sobre o conjunto de contratos nominados em moeda estrangeira em uma dada economia.

2.5. Revisão dos modelos DSGE

No que se refere ao debate sobre aspectos metodológicos e princípios da nova síntese neoclássica, MISHKIN (2011, p.16) questiona a validade de duas hipóteses comumente adotadas pelos modelos da DGSE. A primeira contrapõe a teoria da PM ótima, a partir da maximização de uma função linear quadrática dos desvios da inflação e do produto, em virtude de os eventos da crise terem demonstrado que a economia não apresenta comportamento linear e distribuição de Gauss, sendo os riscos de cauda muito

mais relevantes do que se supunha. Uma segunda questão refere-se à necessidade dos modelos DSGE incorporarem a possibilidade de fricções financeiras, o que implica em abandonar a estrutura comumente utilizada de agente representativo.

Nesta perspectiva, diversos modelos DSGE pós-crise tem abandonado a estrutura de agente representativo permitindo que estes capturem a ocorrência de fricções financeiras, bem como tem sido introduzido à instabilidade financeira a função de política ótima do BC. Uma referência para esta discussão é apresentada por WOODFORD (2012), na qual a partir de um modelo padrão do NCM, propõem a incorporação dos efeitos da PM sobre a estabilidade financeira. Ademais, de modo crítico a proposição de CÚRDIA e WOODFORD (2011) o autor interpreta a necessidade de tratar o evento de crises como um elemento endógeno que impacta sobre a estabilidade financeira, bem como questiona GERTLER e KARADI (2010)e, que consideram, em seu modelo, as possibilidades de o BC atenuar os efeitos de uma crise, ao invés de operar contra o seu surgimento. Deste modo o modelo estrutural de forma reduzida é proposto para avaliar como as variáveis endógenas afetam a probabilidade da ocorrência de crises financeiras.

Ressalta-se ainda BLANCHARD e SUMMER (2017) que argumentam a ausência, dez anos após a crise financeira de um modelo canônico para as crises financeiras. Segundo os autores, evidenciou-se a relevância do setor financeiros e os elevados custos associados as crises. Nessa perspectiva, BLANCHARD (2018) apresenta outros problemas dos modelos DSGE como as hipóteses inadequadas e modelagem inapropriada acerca dos agentes econômicos. Um segundo ponto refere-se aos métodos de determinação dos coeficientes do modelo que segundo o autor utiliza-se de uma combinação de estatística bayesiana e calibração

3. Considerações Finais: um balanço do debate sobre a revisão do NCM

A crise financeira americana de 2007/2008 colocou em xeque o Novo Consenso Macroeconômico. A crença de que o regime de política econômica a ele associado foi o responsável pela grande moderação – período entre os anos 1990 e meados de 2000, marcado por baixa volatilidade macroeconômica nos países industrializados – mostrou-se completamente falaciosa. Contudo, o que a crise financeira evidenciou foi que a adoção deste modelo de política macroeconômica sustentado pelo NCM foi, em grande parte, responsável por uma longa recessão econômica conjugada com a ameaça de uma

^e GERTLER E KARADI (2010) desenvolvem um modelo DSGE, flexibilizando a hipótese de agente representativo, com a introdução de intermediários financeiros que enfrentam restrições endógenas de balanço, embora os eventos relacionados ao surgimento de crises sejam supostos exógenos. A partir desta estrutura, os autores avaliam os efeitos de uma PM não convencionais (expansão de crédito) em períodos de ruptura financeira, objetivando compensar a interrupção da intermediação financeira. Como resultado das simulações, os autores encontram dois resultados: i) os benefícios sociais da atuação do BC podem ser significativos, desde que os custos desta intermediação sejam baixos; e ii) os benefícios existem, inclusive em situações nas quais a taxa de juros não atingiu o limite inferior a zero, embora a política seja mais eficiente quando a taxa de juros perde a sua efetividade.

deflação, comparável com a crise de 1929. Assim, surgiram diversos questionamentos aos fundamentos teóricos e implicações de política econômica derivadas desse programa de pesquisa, ensejando um movimento de reação do *mainstream*, denominado aqui de “Revisão do Novo Consenso Macroeconômico”.

A análise comparativa de diversos autores acerca das novas proposições a partir da revisão do NCM permite identificar algumas tendências acerca do debate interno. Em relação aos elementos teóricos, observa-se a reafirmação de hipóteses como a taxa natural de desemprego, expectativas racionais, a inflação como um fenômeno monetário (fiscal) e um pouco mais controverso a utilização de modelos de equilíbrio geral estocástico, nos moldes de antes da crise.

As principais alterações, como visto na seção 3, referem-se a questionamentos em relação aos aspectos operacionais da PM, regulação financeira, política fiscal e política cambial. Destaca-se alguma flexibilização na execução da política econômica – regime de metas de inflação mais flexível (incorporando outros objetivos, como estabilidade financeira), implementação de PMNC e Política Fiscal mais ativa em períodos excepcionais, adoção de regulação macroprudencial, busca de maior espaço fiscal para políticas anticíclicas para períodos recessivos, uso de taxa de câmbio flutuante mas administrada, implementação de medidas de gerenciamento dos fluxos de capitais em situações de grande afluxo de capitais, etc. Algumas dessas, particularmente para economias emergentes, com destaque para o câmbio e fluxo de capitais.

Deve-se ressaltar, a partir de um esforço de síntese de uma vasta literatura e de um processo ainda em andamento, que não há entre os economistas do *mainstream* uma visão homogênea. Por um lado, há autores mais conservadores, como Taylor, que defende a utilização de uma regra de PM mais rígida para evitar bolhas de ativos – e, no caso de economias emergentes, para diminuir a volatilidade cambial – manutenção de metas de inflação baixa, e ainda, a regulação microprudencial para evitar riscos financeiros. Por outro há posições mais flexíveis (em relação a ortodoxia econômica), como a de Blanchard, favorável a utilização de instrumentos acessórios de política econômica, metas de inflação mais elevada, política fiscal anticíclica e regulação macroprudencial, incorporando novos objetivos a política econômica (em particular, estabilidade financeira). Deste modo, a posição de Taylor é claramente favorável a manutenção do NCM, enquanto a posição de Blanchard e outros é mais favorável a algumas mudanças, ainda que mantendo intacto seus elementos teóricos. Outros autores do *mainstream* tomam posições intermediárias, como Woodford e Minskhn.

De forma geral, as “novas” proposições de política econômica derivadas desse processo de revisão representam fundamentalmente o relaxamento de proposições do NCM, não se questionando os principais elementos teóricos (inflação continua sendo o objetivo principal de longo prazo da política econômica e vista como um fenômeno eminentemente monetário; conceitos/hipóteses como expectativas racionais continuam válidos etc.). O RMI continua, assim, a ser o “estado das artes” da política econômica, ao amarrar a institucionalidade desta política ao objetivo principal de estabilidade de preços, ainda que outros objetivos subsidiários possam ser aceitos.

Finalmente, há a questão de qual seria a política econômica mais adequada para o período pós-crise financeira. A visão que parece prevalecer no *mainstream* é de manutenção dos elementos basilares do NCM - estabilidade de preços como objetivo primário de longo prazo – e em termos operacionais a adoção de um banco central independente como ingrediente para alcançá-lo, e de incorporação de alguns novos instrumentos acessórios de política tendo em vista a necessidade de conjugação do objetivo central de política econômica (estabilidade de preços) com outros objetivos intermediários (como estabilidade financeira), evitando assim a visão simplista de “um objetivo um instrumento” que predominou em muitos países no período da Grande Moderação (BAYOUMI *et al*, 2014). Ademais, a política fiscal torna-se um instrumento importante, particularmente para períodos de ruptura econômica.

Referências:

BAYOUMI, T, DELL'ARICCIA, G, HABERMEIER, K., MANCINI-GRIFFOLI, T, e VALENCIA, F. **Monetary Policy in the New Normal**. IMF Staff Discussion Note SDN 14/3, abril 2014.

BERNANKE, B. **The Crisis and the Policy Response**. Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, January 2009.

BERNANKE B. **Some Reflections on the Crisis and the Policy Response**. The Century Foundation Conference on “Rethinking Finance,” New York, 13 April 2012a.

BERNANKE, B. **Monetary Policy since the Onset of the Crisis**. The Federal Reserve Bank de Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31 ago 2012b.

BERNANKE, B.; GERTLER, M. **Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?** The American Economic Review, v. 91, n. 2, p.253-257, 2001.

BLANCHARD, Olivier. **On the future of macroeconomic models**. Oxford Review of Economic Policy, Oxford, v.34, n.1, p. 43–54. Spring-Summer. 2018. DOI: <https://doi.org/10.1093/oxrep/grx045>.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, M. e MAURO, P. **Rethinking Macroeconomic Policy**. Journal of Money, Credit and Banking, v. 42, n. 6, sep, p. 199-215, 2010.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, M. and MAURO, P. **Rethinking Macro Policy II: Getting Granular**. IMF Staff Discussion Note, abr, p. 199-215, 2013.

BLANCHARD, O; SUMMERS, L. **Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future**. In: Conference on Rethinking Macroeconomic Policy. 4. 2017, Washington DC. Washington DC: 2017.

BORIO, C.; DISYATAT, P. **Unconventional Monetary Policies: Monetary and Economic**. BIS Working Papers n. 292, November 2009.

CECIONI, M., FERRERO G. e SECCHI, A. **Unconventional Monetary Policy in Theory and In Practice**. Bank of Italy, Economic Outlook and Monetary Policy Research Department, Number 102 – September 2011.

CLARIDA, R. **What Has – and Has Not - Been Learned about Monetary Policy in a Low Inflation Environment?** A Review of the 2000s. Columbia University, 2010.

DE GREGÓRIO, J. **Los Flujos de Capital y la Interacción entre la Política Macroeconómica y la Política Monetaria**. Conferência Anual del Banco Central de Chile, La Movilidad de Capitales y la Política Monetaria, Santiago, 17-18 de noviembre de 2011.

DE GREGORIO, J. **Capital flows and capital account management**. In: G. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer e J. Stiglitz. *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*. Cambridge, MA: The MIT Press, 2014.

EGGERTSSON, G.; WOODFORD, M. **The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy**. Brookings Papers on Economic Activity, 34, p. 139-211, 2003.

EICHENGREEN, B. et al. **Rethinking Central Banking**. The Committee on International and Policy Reform. Brookings Institutions: Washington, September 2011.

GERTLER, M.; HOFFMAN, B. **Monetary Policy Revisited**. Bank of International Settlements, Working Paper 566. 2016

GOODFRIEND, M. **The Monetary Policy Debate since October 1979: Lessons for Theory and Practice**. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. mar/abr, p. 243-262, 2005.

GOODFRIEND, M. **How the World Achieved Consensus on Monetary Policy**. Journal of Economic Perspectives, v. 21, n. 4, fall, p. 47 - 68, 2007.

IMF - International Monetary Fund. **The Liberalization and Management of Capital Flows – An Institutional View**. Washington D.C: International Monetary Fund, November 2012.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. **Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans**. Journal of Political Economy, v. 85, n. 3, p. 473–492, 1977.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. **Time to Build and Aggregate Fluctuations**. Econometrica v. 50, n. 6, p. 1345–1370, 1982

MCCALLUM, B. **Recent Developments in Monetary Policy Analysis: the role of theory and evidence.** NBER Working Paper, Cambridge: 7088, April 1999.

MISHKIN, F.S. **Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis.** National Bureau of Economic Research. Working Paper 16755. February 2011.

MISHKIN, F.S. **Central Banking After the Crisis.** Prepared for the 16th Annual Conference of the Central Bank of Chile, Chile, November 15 and 16, 2012.

OSTRY, J., GHOSH, A., HABERMEIER, K., LAEVEN, L., CHAMON, M. QURESHI, M. and KOKENYNE, A. **Managing capital inflows: What tools to use?** IMF Staff Discussion Note 11/06, April 2011.

OSTRY, D; GHOSH, R.; CHAMON; M. **Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies.** IMF Staff Discussion Note. 2012.

PAULA, L. F. e Saraiva, P, J. **Novo Consenso Macroeconômico e Regime de Metas de Inflação: algumas implicações para o Brasil.** REVISTA PARANAENSE DE DESENVOLVIMENTO, Curitiba, v.36, n.128, p.19-32, jan./jun. 2015.

ROGOFF, K. **The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target.** Quarterly Journal of Economics, November, p. 1169-89, 1985.

ROMER, D. **What We Have Learned about Fiscal Policy from the Crisis?** IMF Conference on Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis. Washington, IMF, March 2011.

RUDEBUSCH, G. D. **A Review of the Fed's Unconventional Monetary Policy.** Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, dezembro. 2018

SMETS, F. **Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?** Sveriges Riksbank economic review, 2013.

STIGLITZ, J. **The Lessons of the North Atlantic Crisis for Economic Theory and Policy.** In: G. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer e J. Stiglitz. What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis. Cambridge, MA: The MIT Press, 2014.

TAYLOR, J. **Discretion versus Policy Rules in Practice.** Carnegie-Rocherter Conference Series on Public Policy 39, p. 195-2014, 1993.

TAYLOR, J. **Core of practical macroeconomics.** The American Economic Review, v. 87, n. 2, p. 233-235, May 1997.

TAYLOR, J. **Does the Crisis Experience Call for a New Paradigm in Monetary Policy?** Center for Social and Economic Research, 2010.

SHAW, E. S. (1973). **Financial Deepening in Economic Development**. New York: Oxford University.

WEINTRAUB, R. **The neo-Walrasian program is empirically progressive**. In: MARCHI, N. (ed.). *The Popperian legacy in economics*. Cambridge: Cambridge University Press, p. 213-27, 1988.

WILLAMS, J. **Unconventional Monetary Policy: Lessons from the Past Three Years**. Presentation to the Swiss National Bank Research Conference Zurich, Sep 23, 2010.

WOODFORD, M. **Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis**. *American Economic Journal*, v. 1, p. 267-279. 2008.

WOODFORD, M., **Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound**. In *The Changing Policy Landscape*, Kansas City: FRB of Kansas City, 2012a.

WOODFORD, M., **Inflation Targeting and Financial Stability**. *Sveriges Riks Bank Economic Review*, 2012b.

YELLEN, J. **Unconventional Monetary Policy and Central Bank Communications**. University of Chicago US Monetary Policy Forum, New York, February 2011.