

A Política do Novo Consenso Macroeconômico: Fundamentos e Revisão Pós Crise Financeira de 2007-2008

The New Macroeconomic Consensus Policy Framework: Fundamentals and Post-Financial Crisis 2007-2008 Review

Sarah Regina Nascimento Pessoa^a

Resumo: Este trabalho tem como objetivo resgatar os fundamentos e retratar a revisão da política monetária americana após a crise financeira internacional de 2007-2008, na medida em que essa crise evidenciou que importantes postulados do novo consenso macroeconômico foram postos em xeque. Através de um corte histórico, o presente trabalho busca discutir em que medida o mainstream revisa esse consenso e quais as reflexões e alternativas discutidas sobre a política de estabilização no contexto atual. Verificou-se que as revisões apontadas não abalaram a estrutura teórica deste consenso e que a utilização de instrumentos de política não convencionais foi justificada pelo impacto nefasto sobre a economia. A essência de suas hipóteses permanece, na medida em que o regime de metas de inflação continua sendo a referência para condução da política monetária americana e base guia para as demais políticas.

Palavras-chave: Política Monetária; Crise Financeira; Estados Unidos.

Classificação JEL: E60

Abstract: This paper aims to recover the fundamentals and portray the review of US monetary policy after the international financial crisis of 2007-2008, as this crisis showed that important postulates of the new macroeconomic consensus were put in check. Through a historical section, the present work seeks to discuss to what extent the mainstream revises this consensus and which are the reflections and alternatives discussed on the stabilization policy in the current context. It was verified that revisions and critics that were pointed out did not shake the theoretical structure of this consensus and that the use of unconventional policy instruments was justified by the harmful impact on the economy. The essence of its hypotheses remains, insofar as the inflation targeting regime continues to be the benchmark for conducting American monetary policy and a guiding base for other policies.

Keywords: Monetary Policy; Financial Crisis; United States of America.

^a Mestre em Economia Aplicada pela Universidade Federal de Alagoas. Doutora em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Atualmente é Professora Adjunta de Economia da Universidade Federal de Alagoas. E-mail: sarah.pessoa@feac.ufal.br.

1. Introdução

O período que antecede a crise financeira de 2007-2008, conhecido de “grande moderação”, era para o Novo Consenso Macroeconômico (NMC) uma evidência empírica de validação de seus fundamentos. Taylor (1998), Bernanke (2004), Woodford (2008), Blanchard et al. (2010), Mishkin (2011) argumentam que a baixa volatilidade da inflação e do produto neste período estão relacionados, em grande medida, ao aperfeiçoamento da política monetária. Essa deve ter como único objetivo a estabilização dos preços por meio de mudanças na taxa de juros (regra de Taylor), com a lógica de um objetivo, um instrumento. A desregulamentação dos mercados financeiros e monetários foi amplamente defendida, supervisionando o sistema com uma orientação microprudencial.

Como resultado desta síntese tem-se a consolidação do regime de metas de inflação. Esta orientação de política econômica apresenta, nesta visão, resultados ótimos. Além do controle inflacionário e redução do hiato do produto, os instrumentos seriam eficazes no controle de bolhas financeiras.

Entretanto, em setembro de 2007 os primeiros indícios de uma crise financeira aparecem no setor de crédito imobiliário. Com o passar do tempo ela foi se aprofundando e a partir de setembro de 2008 observou-se a paralisação das operações interbancárias, extrema desconfiança dos investidores, resultando em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito em âmbito global (FARHI, 2012).

A recente crise foi comparada à de 1929, dado a magnitude e persistência dos nefastos impactos na economia americana e de diversos países. As principais economias desenvolvidas apresentaram uma desaceleração significativa do produto e elevação do desemprego. A demanda agregada mundial reduziu e verificou-se uma alta volatilidade do fluxo de capitais.

Os instrumentos de política convencionais se mostraram insuficientes para reverter os impactos desta ruptura financeira e da recessão na atividade econômica. Assim, um diverso conjunto de instrumentos não convencionais foi utilizado. Na contramão das ideias de intervenção mínima do estado na economia, os governos e bancos centrais injetaram significativos volumes de capital público, buscando a liquidez dos mercados, o aporte de capital em instituições financeiras, bem como reanimar a economia através dos pacotes fiscais. A grande alavancagem do setor financeiro foi substituída pela alavancagem do setor público.

Neste contexto, os fundamentos teóricos e recomendações de políticas econômicas pelo NCM passaram a ser questionados, tanto no ambiente acadêmico quanto na esfera política. Assim, gerou-se a necessidade de uma autocrítica. Frente a este debate, o presente trabalho tem como objetivo resgatar os fundamentos e retratar a revisão pelo mainstream da política monetária americana após a crise de 2007-2008.

O trabalho se divide em cinco seções. A primeira se refere a essa breve introdução. A segunda seção apresenta uma breve contextualização da “grande moderação” e traça

os princípios e fundamentos do NCM. Na seção seguinte é retratado o uso de instrumentos de política econômica convencionais e não convencionais que foram utilizados durante a recente crise. Para entender em que medida este consenso é revisto e quais as reflexões e alternativas discutidas sobre a política de estabilização no contexto atual, apresenta-se na penúltima seção as considerações de diversos autores. Finalmente, a última seção tece as considerações finais.

2. A “Grande Moderação” e o Novo Consenso Macroeconômico

A “grande moderação” é conhecida na literatura como o período que antecede a crise financeira americana iniciada em setembro de 2007, mais precisamente ao longo das décadas de 1980 e 1990 até meados dos anos 2000. Bernanke (2004) caracteriza esse período como um extraordinário cenário econômico, tendo em vista a significativa redução na variabilidade do produto e da inflação. Os dados retratados em seu paper revelam que houve um recuo de 50% da volatilidade do produto de 2/3 da volatilidade da inflação na década de 1980.

Algumas interpretações sobre este período são apontadas por Bernanke (2004), que seguem: i) mudanças estruturais; ii) políticas monetárias; iii) “boa sorte”. A primeira sugere que as mudanças tecnológicas, nas instituições econômicas e nas práticas administrativas melhoraram a habilidade da economia em absorver os choques.

Some economists have argued, for example, that improved management of business inventories, made possible by advances in computation and communication, has reduced the amplitude of fluctuations in inventory stocks, which in earlier decades played an important role in cyclical fluctuations. The increased depth and sophistication of financial markets, deregulation in many industries, the shift away from manufacturing toward services, and increased openness to trade and international capital flows are other examples of structural changes that may have increased macroeconomic flexibility and stability (Bernanke, 2004, p.1).

A segunda interpretação foca no aperfeiçoamento dos instrumentos de política monetária e argumenta, através de estudos empíricos, que a década de 1970 apresentou uma maior volatilidade do produto e inflação, resultado de uma adoção de política monetária inadequada. Já na década posterior há uma política mais adequada e, como consequência, uma variabilidade pequena destes indicadores. Por sua vez, a última remonta a sorte como explicação, afirmando que os choques que atingem a economia se tornaram menores e menos frequentes.

As mudanças estruturais e a “sorte” não são argumentos tão relevantes para Bernanke (2004). Na sua visão, a adoção de uma política monetária mais eficiente explica, em grande medida, o período denominado como “grande moderação”. A adoção da regra de Taylor a partir de 1990 é um ponto central neste entendimento. Bernanke (2004) justifica que ao promover mudanças estruturais no regime da política monetária – que tem como foco a redução e estabilização da inflação – houve uma redução no tamanho e nos choques na economia e, consequentemente, alterou-se a sensibilidade dos preços e decisões econômicas dos agentes. De acordo com esta argumentação, a expectativa de inflação tem

um importante papel e apresenta um impacto significativo sobre o nível dos preços, tendo sido influenciadas por este novo regime.

Reduced macroeconomic volatility has numerous benefits. Lower volatility of inflation improves market functioning, makes economic planning easier, and reduces the resources devoted to hedging inflation risks. Lower volatility of output tends to imply more stable employment and a reduction in the extent of economic uncertainty confronting households and firms. The reduction in the volatility of output is also closely associated with the fact that recessions have become less frequent and less severe (BERNANKE, 2004, p.1).

A partir da década de 1990, vários países adotaram este novo regime de política macroeconômica. Embora alvo de diversas críticas, houve um relativo consenso que se denomina Novo Consenso Macroeconômico (NCM). A fundamentação teórica tem por base a junção de vários elementos metodológicos, teóricos e empíricos oriundos de diversas escolas: monetarista, novo-clássica, ciclo real de negócios e novo-keynesiana (SARAIVA; PAULA, 2015). Woodford (2008, p.268) argumenta que o novo consenso emergiu, em grande medida, “[...] because progress in macroeconomic analysis has made it possible to see that the alternatives between which earlier generations felt it necessary to choose were not so thoroughly incompatible when understood more deeply”. Nos parágrafos seguintes, apresenta-se uma breve revisão de seus principais fundamentos.

Entre o final dos anos 1960 e início dos anos 1970, a teoria keynesiana sofreu diversos ataques, tanto dos monetaristas quanto dos novo-clássicos. Estes últimos trouxeram vários novos elementos à teoria macroeconômica, ao ponto de DeVroey (2016) classificar sua aparição como uma revolução científica à lá Kuhn, através de novas questões postas, novos conceitos, novos métodos matemáticos e a ascensão de uma nova geração de pesquisadores. Entre seus principais pressupostos teóricos estão a racionalidade dos indivíduos e a otimização intertemporal na tomada de decisão dos agentes. Outra escola de pensamento importante é a dos Novos Keynesianos, que trazem uma releitura da microeconomia, enfatizando especialmente as questões de competição imperfeita, rigidez de preços e assimetrias de informação, e as consequências macroeconômicas desses aspectos micro. A fundamentação teórica do Novo Consenso Macroeconômico vem da união desta abordagem microeconômica dos Novos Keynesianos com a racionalidade e a otimização intertemporal dos Novos Clássicos (DE VROEY, 2016; SNOWNDON; VANE, 2005). Woodford (2008) aponta que:

[...] it is now widely agreed that macroeconomic analysis should employ models with coherent intertemporal general-equilibrium foundations. These make it possible to analyze both short-run fluctuations and long-run growth within a single consistent framework. Of course, different model elements will be more important when addressing different questions, so that the complications from which one will frequently abstract will be different in the case of short-run and long-run issues. But it is now accepted that one should know how to render one's growth model and one's business-cycle model consistent with one another, in principle, on those occasions when it is necessary to make such connections. Similarly, microeconomic and macroeconomic analysis are no longer considered to involve fundamentally different principles [...] (WOODFORD, 2008, p. 269).

Neste novo contexto teórico, surgem dois teoremas importantes que irão pautar a visão sobre as políticas monetária e fiscal do Novo Consenso. O primeiro deles é o da inconsistência temporal da política monetária, levantada por Kydland e Prescott (1977). O argumento dos autores é de que, em um mundo povoado por agentes racionais e com um Banco Central com credibilidade, o mero anúncio de uma nova política monetária faz com que os agentes ajustem suas expectativas, levando ao cumprimento dos efeitos da política antes mesmo de ela ser implementada. Com isso, a autoridade monetária pode ter um incentivo de se aproveitar politicamente de sua credibilidade, anunciando uma política e realizando outra depois. Essa é uma das bases para a defesa de bancos centrais independentes.

O segundo teorema é o da Equivalência Ricardiana, desenvolvido por Barro (1974, 1989). O autor analisa um impulso fiscal via redução de impostos, com o objetivo de aumentar o consumo das famílias e, com isso, fazer a economia crescer. Segundo o autor, agentes racionais irão perceber que os recursos adicionais gerados pelo corte de impostos são apenas temporários, pois o governo irá cobrar mais impostos no futuro para pagar sua dívida. Assim, os agentes não gastam os recursos adicionais, mas poupam os mesmos para ter recursos com os quais pagar o aumento futuro dos impostos. Esse teorema é uma das bases para a defesa de política fiscal austera.

Mishkin (2011) sintetiza o consenso delineado acima em oito princípios:

i) inflation is always and everywhere a monetary phenomenon; ii) price stability has important benefits; iii) there is no long-run tradeoff between unemployment and inflation; iv) expectations play a crucial role in the determination of inflation and in the transmission of monetary policy to the macroeconomy; v) the Taylor principle is necessary for price stability; vi) the time-inconsistency problem is relevant to monetary policy; vii) Central Bank independence improves macroeconomic performance; viii) credible commitment to a nominal anchor promotes price and output stability (MISHKIN, 2011, p. 3).

Ao afirmar a linearidade da curva de Phillips, reitera-se a hipótese de neutralidade da moeda, ao passo que negligencia que o nível de inflação no longo prazo seja capaz de sustentar a produção acima da taxa natural do produto. A partir da regra de Taylor tem-se que a inflação é âncora nominal da política monetária, em que a taxa de juros de curto prazo e a comunicação com o público são os instrumentos operacionais. Estes são definidos para influenciar a taxa de juros de longo prazo e as expectativas de inflação e, consequentemente, afetar a demanda agregada de curto prazo. Assim, assume-se que a política monetária deve ser neutra no longo prazo, tendo como alvo final uma inflação baixa e estável (WOODFORD, 2008; MISHKIN, 2011; BLANCHARD et al., 2010;).

A principal implicação da política econômica do NCM é o protagonismo da política monetária diante das demais políticas (fiscal, cambial, financeira, etc.), as quais estão subordinadas aos objetivos de estabilização da inflação. A taxa de câmbio e os canais de crédito (amplos e restritos) não foram ignorados. A suposição era que estes se moveriam de forma previsível e estável diante de mudanças na taxa básica de juros. A política fiscal, por sua vez, deveria ter como regras o controle do orçamento e a busca pela sustentabilidade da dívida pública (ARESTIS, 2009).

Dessa forma, o Regime de Metas de Inflação é considerado o melhor arranjo institucional para conduzir a política econômica, ao permitir flexibilidade com credibilidade. Arestis e Sawyer (2008) sintetizam os principais elementos do debate sobre este regime, que segue abaixo.

O primeiro ponto se refere ao principal objetivo de longo prazo da política monetária é a inflação baixa e estável. Através do anúncio público das metas de inflação ou da faixa alvo, torna-se possível uma melhora na comunicação entre o público, as empresas, os mercados, e os formuladores de políticas. Também garante disciplina, responsabilidade, transparência e flexibilidade para política monetária. O segundo elemento é relativo ao princípio da “discricionariedade restrita”. Este, por sua vez, restringe a política monetária a alcançar o objetivo de longo prazo – estabilidade de preços –, porém somente em casos excepcionais e com muita cautela, a política monetária deve ser discricionária para acomodar os choques de oferta e evitar a variabilidade excessiva do produto (ARESTIS; SAWYER, 2008).

Na medida em que a política monetária é considerada o principal instrumento da política macroeconômica, tem-se que a consecução do objetivo de longo prazo deve ocorrer a um custo mínimo em termos de hiato do produto e desvios da inflação à meta. Outro ponto deste debate se volta ao papel passivo da política fiscal. Embora negligenciada, aponta-se o reconhecimento da posição do orçamento no ciclo econômico, que deve atuar de forma contracíclica. Entretanto, estas flutuações devem ocorrer em torno do orçamento equilibrado. Por último, aponta-se a defesa do Banco Central “independente”, com vistas ao alcance de uma maior credibilidade e compromisso com o objetivo de baixas taxas de inflação. Dentro do escopo do novo consenso macroeconômico, a política monetária operacional deve ser mais “conservadora”, ou seja, maior peso para a inflação baixa e menor peso para o nível de desemprego (ARESTIS; SAWYER, 2008).

Blanchard et al. (2010) denominam a política monetária baseada nestes instrumentos de *divine coincidence*, reforçando o argumento que a inflação estável gera ótimos resultados, inclusive reduzindo o hiato do produto. Embora as ressalvas dos riscos de uma aproximação da taxa de juros ao seu limite inferior, acreditava-se que as autoridades monetárias poderiam influenciar a taxa de juros de longo prazo através do *forward policy guidance*.

Gaffard et al. (2018) apontam para as restrições que a política monetária, se implementada nestes moldes, impõe à política fiscal. Pela política monetária utilizada na Grande Moderação, um banco central independente deve subir a taxa de juros quando a inflação esperada fica acima da meta, diminuindo a demanda agregada e trazendo a inflação de volta à meta. Nesse ambiente, o governo deve relutar em usar uma política fiscal expansionista, pois aumentos na demanda agregada fazem com que o Banco Central reaja com aumentos nas taxas de juros, o que reduz a demanda. Dessa forma, a função de reação da autoridade monetária faz com que uma política fiscal expansionista seja seguida por uma política monetária restritiva. Diante desse cenário, o governo fica em uma “unpleasant arithmetic” (SARGENT; WALLACE, 1981), da qual a saída é ou uma redução drástica no déficit ou monetização da dívida. Para escapar disso, é necessário haver uma regra fiscal

para conter os gastos públicos. Portanto, segundo Gaffard et al. (2018), não há um mix de políticas fiscal e monetária que seja possível no framework do Novo Consenso: há apenas uma política monetária, com a política fiscal sendo completamente subordinada a esta.

A variação dos preços dos ativos no regime de metas de inflação foi objeto de pesquisa para Bernanke e Gertler (2001). Este estudo constatou que a taxa de juros de equilíbrio é pouco sensível a essas variações.

The inflation-targeting approach gives a specific answer to the question of how central bankers should respond to asset prices: Changes in asset prices should affect monetary policy only to the extent that they affect the central bank's forecast of inflation. To a first approximation, once the predictive content of asset prices for inflation has been accounted for, there should be no additional response of monetary policy to asset-price fluctuation (BERNANKE; GERTLER, 2001, p. 253).

Outro ponto de destaque neste estudo é que, a partir de um regime de metas de inflação, uma política direcionada para estabilização de preços e produto também irá promover a estabilização financeira. Observa-se a associação desses argumentos com a hipótese de mercados eficientes (HME). De acordo com *Financial Services Authority* (2009), a HME abarca as seguintes proposições:

(i) Market prices are good indicators of rationally evaluated economic value. (ii) The development of securitised credit, since based on the creation of new and more liquid markets, has improved both allocative efficiency and financial stability. (iii) The risk characteristics of financial markets can be inferred from mathematical analysis, delivering robust quantitative measures of trading risk. (iv) Market discipline can be used as an effective tool in constraining harmful risk taking. (v) Financial innovation can be assumed to be beneficial since market competition would winnow out any innovations which did not deliver value added (Financial Services Authority, 2009, p. 39).

Neste contexto, o Banco Central não deve atuar de forma preventiva ao aparecimento de uma bolha financeira. O foco está na estabilidade de preços. Seu papel aponta para uma orientação microprudencial nas operações de mercado aberto e enquanto emprestador de última instância.

A formalização matemática do Novo Consenso Macroeconômico utiliza-se do modelo estocástico de equilíbrio geral dinâmico (DSGE). Sumariamente, esse modelo supõe a existência de uma estrutura de competição monopolística, a presença de custos relacionados ao ajuste de preços e estão determinados em três equações básicas: uma função dinâmica IS “forward looking”; uma curva de Phillips expectacional (ou função de oferta agregada); e uma função de reação da política monetária com base na chamada “regra de Taylor” (SARAIVA; PAULA, 2015).

Woodford (2008) aponta que os objetivos do DSGE são maiores do que simplesmente compreender os mecanismos básicos da economia, na medida em que eles requerem um realismo quantitativo. Os distúrbios reais desempenham um papel importante na explicação das flutuações do produto enquanto os efeitos da política monetária foram incorporados, embora seu impacto tenha sido minimizado.

Frente à compreensão dos principais fundamentos da política econômica pré-crise, a próxima seção se volta a discussão dos instrumentos adotados durante a crise de 2008.

3. A Instrumentalização da Política Monetária após o Estouro da Crise Financeira de 2007-2008

Sem nenhum ineditismo, a chegada da crise em meados de 2007 demonstrou que o cenário macroeconômico não é linear. Com o passar do tempo, o aprofundamento da crise exigiu uma mudança no direcionamento das políticas utilizadas até então. Assim, a discricionariedade da política econômica elevou-se e recorreu-se à utilização de instrumentos de política não tradicionais, tendo em vista as limitações dos mecanismos tradicionais.

A primeira medida utilizada foi a redução da taxa de fundos federais a partir de setembro de 2007. Sua trajetória declinante chega ao limite inferior próximo de zero em dezembro do ano seguinte. Buscando aliviar os problemas de liquidez, reduziu-se também a taxa de redesconto, bem como aumentaram os prazos para essas operações (BERNANKE, 2012).

As limitações destes instrumentos de política tradicional eram explícitas. A contração dos empréstimos no mercado interbancário e do crédito limitou os canais de transmissão da política monetária. A pouca efetividade em afetar a taxa de juros de longo prazo reduzia, por consequência, o estímulo da demanda e produto.

O Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) assegurou que iria utilizar todas as ferramentas para promover a recuperação econômica e preservara estabilidade de preços (FED, 2009).

Therefore, the Fed has eased financial conditions by employing a variety of unconventional monetary policy tools that alter the size and composition of its balance sheet. It has also communicated more explicitly its expectations for the course of monetary policy and the economy in order to help guide households and businesses during these uncertain times (FED, 2009, p.1).

Portanto, o FOMC se voltou para a aquisição de títulos do Tesouro e títulos hipotecários (MBS), denominada de compra de ativos em larga escala (LSAPs). A argumentação de Bernanke (2012) para utilização deste mecanismo aponta que, por serem ativos não substitutos perfeitos, a compra do FED de títulos garantidos por hipotecas, por exemplo, deve aumentar os preços e diminuir os rendimentos dos mesmos. Dessa forma, aliviam-se as condições financeiras globais e estimula-se a atividade econômica através de canais semelhantes aos da política monetária convencional.

No final de 2008 foi anunciado um programa para comprar um total de US\$ 600 bilhões de ativos. Em março de 2009, houve uma expansão para compra de US\$ 1,25 trilhão de títulos hipotecários (MBS), US\$ 200 bilhões de dívidas de títulos hipotecários e US\$ 300 bilhões de dívidas do Tesouro de longo prazo. Já em novembro de 2010, o FOMC expandiu esta última rubrica para US\$ 600 bilhões. No ano de 2011, através do *Maturity Extension Program* (MEP), o comitê anunciou a compra US\$ 400 bilhões em títulos do Tesouro de longo e curto prazo (BERNANKE, 2012; GUERINI et al., 2018). Para prover a liquidez do sistema o FED se valeu de instrumentos não convencionais, transferindo os riscos do mercado para o governo.

Farhi (2012) explicita como o balanço do FED cresceu e sua composição se alterou. Antes da crise, o balanço era de US\$ 870 bilhões e saltou para US\$ 2 trilhões em 2009. Os títulos públicos representavam 87% no ano de 2007, dois anos depois sua participação passou para 21%. Outro dado apontado neste estudo foi o crescimento da base monetária americana, uma variação de 142% em três anos. Em dezembro de 2010, a base estava próxima a US\$ 2 trilhões.

No tocante à política fiscal, observou-se em 2008 uma devolução de impostos para contribuintes de menor renda (US\$100 bilhões) e uma redução temporária de impostos para empresas (US\$50 bilhões). No ano de 2009, aprovou-se o *American Recovery and Reconstruction Act* (ARRA), um pacote de estímulo fiscal de aproximadamente US\$ 790 bilhões. Entretanto, estes estímulos foram se extinguindo no primeiro semestre de 2010 diante das críticas ao aumento do déficit fiscal americano (FARHI, 2012).

O trabalho de Bernanke (2012) e o documento FED (2009) reafirmaram a importância dos instrumentos não convencionais no enfrentamento da crise, enfatizando que, na sua ausência, a recessão poderia ser mais profunda e a recuperação mais lenta. No entanto, Bernanke (2012) aponta que os custos são incertos. Ele enumera quatro possíveis custos.

[...] i) one possible cost of conducting additional LSAPs is that these operations could impair the functioning of securities; ii) a second potential cost of additional securities purchases is that substantial further expansions of the balance sheet could reduce public confidence in the Fed's ability to exit smoothly from its accommodative policies at the appropriate time; iii) a third cost to be weighed is that of risks to financial stability; iv) a fourth potential cost of balance sheet policies is the possibility that the Federal Reserve could incur financial losses should interest rates rise to an unexpected extent (BERNANKE, 2012, pp.12-13).

Neste contexto, uma importante questão que se coloca é o papel dos Bancos Centrais. Embora a aversão ao resgate dos especuladores quando as bolhas de ativos estouraram, o FED - como custodiante do sistema financeiro - precisou lançar mão da “discrecionalidade restrita”, elemento central do NCM. A política monetária – guiada apenas pela inflação – mostrou o quão é improvável que os Bancos Centrais lidem de forma adequada com uma crise de crédito, na medida em que a volatilidade do produto é maior que a volatilidade da inflação em um ciclo de negócios liderado por ativos. Arestis e Karakitsos (2009) problematizam a atuação dos Bancos Centrais concentrada basicamente na inflação e questionam se os BC não são “too monolithic”.

As mudanças na condução da política, necessárias para evitar uma recessão mais profunda, geraram um debate sobre os princípios e proposições do novo consenso macroeconômico. A próxima seção volta-se para os principais pontos da autocrítica e as reflexões sobre uma política de estabilização no atual contexto.

4. A Autocrítica e o Debate Sobre as Políticas de Estabilização

Ao longo dos últimos dez anos, pesquisadores e *policy makers* debatem as razões que desencadearam e as consequências da recente crise financeira. O papel ignorado das finanças nos modelos macroeconômicos do *mainstream* propiciou a realização de uma autocrítica. O reconhecimento e a referência feita por Blanchard e Summers (2017) a Hyman Minsky era inimaginável no período da “grande moderação”. No entanto, nesse estudo recente os autores apontam que, desde 1992, Minsky alertava sobre as consequências de um risco de crise financeira.

Com o objetivo de repensar as políticas de estabilização, Blanchard e Summers (2017) relatam importantes lições aprendidas com os acontecimentos dos últimos dez anos. Inicialmente, eles destacam o importante papel do setor financeiro e os elevados custos decorrentes de uma crise. Embora a incorporação do setor financeiro em diversos estudos pós crise, os autores afirmam que muitas questões permanecem sem resposta e que ainda não existe um modelo canônico sobre as crises financeiras.

A segunda lição é referente à complexidade da natureza das flutuações. Os autores revisam a ideia de choques regulares, bem como dos mecanismos de propagação lineares e de uma política “ótima”, desenhada a partir de regras de *feedback* estáveis. Essa complexidade também se estabelece pela persistência dos efeitos dos choques no produto.

Por fim, a última lição se refere à principal característica do ambiente macroeconômico atual, que são as baixas taxas de juros. Esse contexto, principalmente quando a taxa de juros é menor que a taxa de crescimento, apresenta importantes implicações para política monetária, fiscal e financeira. O compromisso com uma taxa nominal de juros de curto prazo próxima a zero levanta questões sobre as limitações do escopo da política monetária, com vistas a sustentar a demanda na recuperação da economia, bem como sobre o design da política fiscal, o papel da regulação financeira e também sobre as políticas macroprudenciais.

Os primeiros trabalhos de revisão do escopo do NCM traziam como um importante ponto de debate a flexibilização do regime de Metas de Inflação (RMI). Blanchard et al. (2010) debatem sobre as consequências danosas de uma baixa meta de inflação para efetividade de política monetária anticíclica. Os autores argumentam que uma taxa de inflação mais elevada (por volta de 4%) permite uma maior margem para a política monetária, pressupondo uma maior efetividade em um cenário de recessão. No entanto, alguns custos foram levados em consideração.

Many of the distortions from inflation come from a tax system that is not inflation neutral, for example, from nominal tax brackets or from the deductibility of nominal interest payments. These could be corrected, allowing for a higher optimal inflation rate. If higher inflation is associated with higher inflation volatility, indexed bonds can protect investors from inflation risk. Other distortions, such as the lower holdings of real money balances and a greater dispersion of relative prices, are more difficult to correct (the empirical evidence is, however, that their effects on output are difficult to discern, so long as inflation remains in the single digits). Perhaps more important is the risk that higher inflation rates may induce changes in the

structure of the economy (such as the widespread use of wage indexation) that magnify inflation shocks and reduce the effectiveness of policy action (Blanchard et al., 2010, p. 11).

Por outro lado, Mishkin (2011) rebate esta flexibilização da meta de inflação, levando em consideração que os custos são maiores que os benefícios. Em sua visão, uma meta acima de 3% gera uma tendência de elevação da inflação a patamares superiores.

We have seen that when inflation rises above the 3% level, it tends to keep on rising. This was the experience in the United States in the 1960s that eventually led to the Great Inflation period from the 1970s to the early 1980s. As was discussed earlier, economists such as Paul Samuelson and Robert Solow argued that policymakers should be willing to tolerate higher inflation rates in the 4 to 5% range. **When these levels of inflation were reached, inflation rates continued to rise beyond that level**, producing the Great Inflation period in the 1970s and early 1980s. **Getting inflation back down again during the Volcker era was very costly. No central banker wants to go through that cycle again** (MISHKIN, 2011, p.34, grifo nosso).

Taylor (2010) apresenta uma visão mais conservadora. Ele problematiza o aumento da meta de inflação ou sua substituição por outro índice. Em países emergentes, em que as taxas de inflação geralmente são mais elevadas, esta ação seria ainda mais inadequada. De acordo com este autor, no contexto de expansão do balanço do BC, esta medida pode reduzir a credibilidade do regime de metas de inflação e também a independência do BC.

O recente trabalho de Bernanke (2017) disserta sobre a política monetária no contexto atual. Ele chama atenção para os “novos” desafios, frente as implicações de um declínio secular da taxa de juros para o uso de ferramentas e a estrutura da política, como também sobre os questionamentos se os Bancos Centrais poderão e irão manter sua independência em realizar a política monetária.

A independência do Banco Central é um ponto defendido por Bernanke (2017). Ele argumenta que a independência dessa instituição vai muito além da prevenção do viés da inflação e se baseia em fatores que incluem competência técnica, credibilidade institucional e a necessidade de uma perspectiva de longo prazo.

No que se refere ao framework da política monetária, Bernanke (2017) reconhece que essa política pode fazer um maior uso das ferramentas desenvolvidas nos últimos anos. O autor argumenta que “[...] both forward guidance and quantitative easing are potentially effective supplements to conventional rate cuts, and that concerns about adverse side effects (particularly in the case of quantitative easing) are overstated” (Bernanke, 2017, p. 2). Assim, essas ferramentas possibilitam a redução da restrição de uma taxa de juros próximo a zero.

O *paper* de Bernanke (2017) discute algumas alternativas de instrumentos para aumentar a potência e o alcance da política monetária. No entanto, o autor esclarece que se caracterizam como tentativas, sendo necessário um maior debate e amadurecimento das ideias. As primeiras propostas discutidas se referem: i) elevar a meta de inflação do FED de seu nível atual de 2%; ii) introduzir uma meta de nível de preços.

A desvantagem da primeira opção seria o caminho para uma inflação média mais alta, que é inconsistente com o mandato do FED para estabilidade de preços, bem como exigiria uma função de reação do FED que a análise teórica sugere estar longe da resposta

ótima. Segundo Bernanke (2017), a meta de preços seria uma opção mais viável pois é mais consistente com o objetivo de estabilidade de preços. Por outro lado, o autor aponta desvantagens frente aos choques de oferta e a mudança para uma meta de nível de preço a partir da abordagem atual de metas de inflação, que traria um desafio de comunicação de suma importância.

Por fim, o autor aponta uma ideia mais adequada. Essa se refere a uma “meta temporária de nível de preço”, que seria acionada apenas em períodos que as taxas de juros estão limitadas próxima a zero. Bernanke (2017) afirma que a adoção dessa meta temporária melhoraria o desempenho econômico em relação à estrutura atual. Seu argumento é que essa alternativa exigiria uma mudança modesta na estrutura do FED e nas políticas de comunicação.

No que se refere ao debate sobre a sensibilidade da taxa de juros diante de variações nos preços dos ativos suscitados por Bernanke e Gertler (2001), Blanchard et al. (2010) argumentam a necessidade de se retomar a discussão. Inicialmente, parte-se da dificuldade em identificar o significado das elevações dos preços em mercados específicos, podendo presumir a existência de uma bolha, quando na verdade os preços refletem mudanças de fundamento, ou o inverso. Diante das limitações da política monetária, os autores apontam que a taxa de juros é um instrumento inadequado frente a variações nos preços dos ativos. Assim, a política macroprudencial é mais indicada.

Neste sentido, Blanchard e Summers (2017) defendem o importante papel da política monetária frente a estabilidade financeira, e argumentam que a regulamentação financeira e as políticas macroprudenciais devem ser a primeira “linha de defesa”. Os autores defendem que questão crucial para política monetária é criar capacidade de responder as desacelerações da economia. A instrumentalização da taxa de juros fica em uma segunda “linha de defesa”, na medida em que o uso da taxa de juros, com vistas a controlar uma bolha de ativos ou o boom de crédito, tem boas chances de ser ineficiente. Os autores argumentam que além de ser um instrumento fraco para reduzir o risco, o lag temporal da política monetária dificulta ainda mais a estabilização.

Ao repensar o tamanho dos balanços dos Bancos Centrais, Blanchard e Summers (2017) afirmam que não identificam benefícios econômicos importantes em possuir grandes balanços. Mas, quando necessário, uma rápida expansão também é válida. Os autores ponderam que, na maioria das vezes, as decisões de gestão da dívida devem ser tomadas pelo Tesouro, ou por ações coordenadas entre eles e o Banco Central.

Mishkin (2011) argumenta que a política monetária até então utilizada suscitou a redução das incertezas e induziu os agentes a subestimarem os riscos de mercado. Ele elenca alguns estudos que revelam a relação entre taxa de juros baixa e a formação de bolhas, que denominam *risk taking channel of monetary policy*. A suposição de “neutralidade dos preços dos ativos” é o principal ponto de autocritica do NCM (BERNANKE, 2009; BLANCHARD et al., 2010; MISHKIN, 2011; BLANCHARD; SUMMERS, 2017). Assim, emergiu uma intensa discussão sobre as políticas macroprudenciais e de regulação financeira.

O papel micro da política financeira é revisto. Com a desregulamentação financeira a partir de 1970, verificou-se o abandono da supervisão e regulação como uma ferramenta macroeconômica. A exceção das instituições depositárias, a política financeira passou a operar de forma individualizada em mercados específicos, sob estrutura de regulação e supervisão micro prudencial. Blanchard et al. (2010) destacam a vulnerabilidade da política econômica antes da crise frente a falta de autoridade macroprudencial das entidades governamentais para reduzir os riscos de uma instabilidade financeira.

Mishkin (2011) afirma que é mais fácil identificar a bolha de preços dos ativos associados ao crédito e defende que a atuação preventiva do Banco Central é mais apropriada, dado que os custos pós estouro da bolha são mais elevados. Tanto para Mishkin (2011) quanto para Blanchard et al. (2010) a dicotomia entre política monetária e financeira são revistas, devendo operar de forma conjunta visando a estabilidade da inflação, do produto e financeira.

Os autores também concordam que a regulação deve ser macroprudencial e que haja uma coordenação entre política monetária e financeira para a convergência dos objetivos das mesmas. A comunicação é uma ferramenta importante neste processo, pois ela vai confluir as expectativas dos agentes na direção pretendida da política econômica. Neste escopo, o Banco Central é agente mais indicado em exercer esta dupla função, *“As anyone who has had the pleasure of experiencing the turf battles of different government agencies knows, coordination of policies is extremely difficult when control of these policies is housed in different entities”* (MISHKIN, 2011, p. 47).

Por sua vez, Taylor (2010) discorda com os autores supracitados, tanto no que se refere à regulação macroprudencial quanto ao gerenciamento de risco. O autor aponta que nos anos de 1990 houve uma convergência entre as taxas de juros de curto prazo (*Taylor-type rule*) e a *Federal Fund Rate*, que contribuiu para um período de estabilidade financeira, no nível de preços e do PIB. Contudo, no período de 2002-2005, as taxas de juros de curto prazo definidas pelo FED foram inferiores às recomendadas pela regra de Taylor e, por consequência, estimularam a expansão do crédito para o setor imobiliário e sua duração prolongada suscitou um risco mais elevado. De acordo com Taylor (2010), a autoridade monetária deve seguir a regra de juros para poder mitigar estes riscos.

Ao analisar as medidas de política financeira adotadas desde a crise de 2007-2008, Blanchard e Summers (2017) argumentam que a melhor forma de abordar os riscos financeiros, *ex-ante* e *ex-post*, ainda são incertas. Os autores lançam dúvidas sobre as ferramentas de índices de capital e os testes de estresse com vistas a garantir a estabilidade financeira e apontam para uma política que seja centrada na regulação financeira e em medidas macroprudenciais. Por fim, eles afirmam “[...] financial stability benefits of higher and constant capital ratios, rather than lower and cyclically sensitive ones.” (BLANCHARD; SUMMERS, 2017, p.36).

Como relatado, a política fiscal desempenha um papel secundário no NCM, sendo o controle orçamentário fundamental na busca da sustentabilidade fiscal. No entanto, com as limitações da política monetária e dos instrumentos não convencionais, Blanchard et al. (2010) destacaram a grade importância deste instrumento para o estímulo da atividade

econômica. Eles minimizam as críticas sobre o efeito defasado da política fiscal diante da longa duração da crise e, também, apontam que os governos com menores déficits tiveram uma folga maior para executá-la. Resumindo, os autores pontuam que a condução da política fiscal em períodos de médio e longo prazo deve estar comprometida com o orçamento e a credibilidade, como também precisam apresentar cláusulas que permitam a flexibilização em períodos de crise econômica.

Blanchard e Summers (2017) argumentam que a política fiscal deve priorizar a estabilidade financeira. Frente as baixas taxas de juros, os autores apontam para um maior espaço de uso da política fiscal. Sobre a dívida pública, os autores reiteram que a política deve ser de redução da relação dívida/PIB ao longo do tempo. No entanto, diante do contexto atual, torna-se necessário reexaminar a taxa de inflação (com via a uma maior flexibilidade), bem como rever a velocidade do ajustamento do débito.

No que se refere ao modelo dinâmico de equilíbrio geral estocástico (DSGE), Mishkin (2011) critica a estrutura de agente representativo, referindo-se à necessidade de incorporar as fricções financeiras. Outro ponto é a hipótese de política monetária ótima, sendo necessário introduzir a instabilidade financeira nesta função.

O recente artigo de Blanchard (2018) traz uma discussão mais profunda sobre o futuro dos modelos macroeconômicos. Ele reitera o descontentamento e algumas que foram feitas ao modelo DSGE, diante do seu fraco desempenho. As principais críticas feitas por Blanchard (2018) referem-se as suposições do modelo, caracterizando-as como “unappealing assumptions”, que estão em desacordo com o que se sabe sobre consumidores e firmas. Outro ponto de questionamento é o método de estimação, que mistura calibração e estimação bayesiana, não se caracterizando como um método convincente. A terceira crítica é referente às implicações normativas pouco convincentes do modelo. E, por fim, os modelos DSGE apresentam mecanismos de comunicação ruins.

As críticas tecidas não desqualificam o modelo. Segundo Blanchard (2018), os atuais modelos DSGE são falhos, mas contêm as fundações corretas e devem ser aprimorados em vez de descartados. Seu principal objetivo neste texto é mostrar a diferença entre os modelos macroeconômicos, que se desdobram em cinco (*Foundational models*, *DSGE models*, *Policy models*, *Toy models*, *Forecasting models*), e como a sobreposição entre eles prejudica e desqualifica os mesmos. O autor conclui

The attempts of some of these models to do more than what they were designed to do seem to be overambitious. I am not optimistic that DSGEs will be good policy models unless they become much looser about constraints from theory. I am willing to see them used for forecasting, but I am again skeptical that they will win that game. This being said, the different classes of models have a lot to learn from each other, and would benefit from more interactions. Old-fashioned policy models would benefit from the work about heterogeneity, liquidity constraints, embodied in some DSGEs. And, to repeat a point made at the beginning, all should be built on solid partial equilibrium foundations and empirical evidence (BLANCHARD, 2018, pp-44-45).

A discussão até aqui apresentada aponta diversas considerações sobre as limitações do modelo NCM e as políticas macroeconômicas adotadas antes da crise. Contudo, verifica-se que a revisão e críticas realizadas pelos autores citados não abalaram a estrutura

teórica do NCM. Embora as qualificações feitas, a essência de suas hipóteses permanece. Por sua vez, mudanças na conduta da política, através da utilização de instrumento não convencionais, foram justificadas por ser um período de “exceção”. Esta constatação fica clara com a argumentação de Mishkin (2011)

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 (MISHKIN, 2011, p.32, grifo nosso).

Nesta mesma direção, Blanchard et al. (2010) reiteram

It is important to start by stating the obvious, namely, that the baby should not be thrown out with the bathwater. **Most of the elements of the precrisis consensus, including the major conclusions from macroeconomic theory, still hold.** Among them, the ultimate targets remain output and inflation stability. The natural rate hypothesis holds, at least to a good enough approximation, and policymakers should not assume that there is a long-term trade-off between inflation and unemployment. Stable inflation must remain one of the major goals of monetary policy. Fiscal sustainability is of the essence, not only for the long term, but also in affecting expectations in the short term (BLANCHARD et al, 2010, p.207, grifo nosso).

Blanchard e Summers (2017) indicam uma possibilidade de revolução na política de estabilização, no caso em que uma estagnação secular que exija grandes taxas de juros negativas.

[...] monetary policy must then consider more dramatic measures, such as a much higher inflation target, or the purchase of private assets on a large scale. Large sustained fiscal deficits may be needed to sustain demand without excessive private sector leverage and risk taking. Given the limits of financial regulation, and the increased risk taking triggered by negative safe rates, more dramatic measures may have to be taken to redefine the scope and the size of the financial system (BLANCHARD; SUMMERS, 2017, p.38).

O que os autores apontam como política “revolucionária” não é tão diferente do que foi feito durante a crise recente. Assim, verifica-se, mais uma vez, que se trata de uma mudança modesta, nas palavras de Bernanke (2017). Observa-se a velha máxima de que é preciso mudar para que tudo continue inalterado.

Conclusão

A crise financeira americana de 2007/2008 e as políticas econômicas que foram adotadas para mitigar seus impactos trouxeram à tona a necessidade de revisão dos postulados do Novo Consenso Macroeconômico (NCM). A política econômica do NCM - que foi utilizada como evidência empírica do período conhecido como “grande moderação” - caracterizado pela baixa volatilidade do produto e inflação - mostrou-se bastante limitada. Neste contexto, o presente trabalho buscou resgatar os fundamentos do NCM e retratar a revisão da política monetária americana após a recente crise financeira.

Foi possível verificar que a revisão do *mainstream* sobre o NCM não abalou sua estrutura teórica, ou seja, não representou uma mudança de paradigma. A essência de suas hipóteses permanece válida: expectativas racionais, modelo de equilíbrio geral, hipótese da taxa natural de emprego, a inflação como principal objetivo da política econômica de longo prazo e fenômeno essencialmente monetário. Entretanto, observou-se mudanças em algumas proposições: a hipótese de mercados eficientes, a neutralidade da moeda no curto prazo e alguns aspectos operacionais das políticas monetária e fiscal.

O principal ponto de autocrítica é relativo à hipótese de neutralidade do preço dos ativos como resultado da condução da política monetária antes da crise. A hipótese de mercados eficientes também mostrou limitações e, por consequência, evidenciou a incapacidade dos bancos centrais se anteciparem às crises financeiras. Os autores do *mainstream* revisam a dicotomia entre a política monetária e financeira e apontam para uma maior regulação financeira e adoção de medidas macroprudenciais como um instrumento auxiliar à política monetária.

Em outras palavras, o compromisso com a estabilidade de preços no longo prazo é prioritário, porém, o Banco Central deve incluir o gerenciamento de riscos como uma ferramenta política com vistas a estabilidade financeira. Assim, a política financeira – por meio de medidas macroprudenciais – deve ser operada pelo BC, entretanto, ela deve estar subordinada à política monetária. Como debatido por Bernanke (2012), no caso de situações excepcionais – quando as taxas de juros estão próximas ao limite inferior a zero – o BC deve fazer uso de instrumentos não convencionais que foram desenvolvidos nos anos pós crise como, por exemplo, o *quantitative easing*.

Não há um consenso na literatura quanto à flexibilização do regime de metas de inflação. Autores conservadores, como Taylor (2010), defendem o uso de uma regra de política monetária mais rígida, mantendo as metas de inflação baixas e empregando regulamentação microprudencial para evitar riscos financeiros. Blanchard et al. (2010) argumentam que, em um cenário de recessão, uma taxa de inflação mais elevada permite uma maior margem para a política monetária. Mishkin (2011) discorda com esta flexibilização e afirma que os custos derivados são maiores que os benefícios, na medida em que uma meta acima de 3% gera uma tendência de elevação da inflação a patamares superiores. Bernanke (2017) sugere que - em períodos de exceção - uma “meta temporária de nível de preço” é a melhor opção, na medida em que essa alternativa exigiria uma mudança modesta na estrutura do FED e nas políticas de comunicação.

Embora o importante papel da política fiscal no processo pós crise, ela é qualificada como necessária e efetiva apenas em períodos específicos. Em tempos normais ela não substitui as políticas convencionais. De uma forma geral, os autores apontam que essa política deve estar comprometida com o orçamento e a credibilidade.

Em suma, observou-se que a revisão que é feita pelo *mainstream* sobre o NCM limita-se a modificar “ex post” alguns elementos para explicar os fatos “novos”. A importância do setor financeiro e a complexidade da natureza das flutuações, exigiram que o NCM incorporasse à política monetária o gerenciamento de risco e as políticas financeiras, mesmo ainda que subordinadas ao objetivo da estabilização dos preços. Isto

significou, em termos operacionais, uma superação da visão simplista de “um objetivo, um instrumento”. Contudo, no longo prazo, tudo permanece como antes. Enquanto no curto prazo, políticas monetárias e fiscais não convencionais podem ser necessárias para interromper e reverter a tendência dos ciclos recessivos.

A crise e a estagnação que se seguiu nas economias avançadas representaram uma oportunidade para repensar e propor mudanças na condução da política monetária. Contudo, não foi o que se observou. A autocrítica do *mainstream* é mais um exemplo da velha máxima que é preciso mudar para que tudo continue inalterado. Para dar certo, neste caso, falta combinar com a realidade. A indagação que fica é: quais são implicações para o produto, emprego e a estabilidade financeira?

Referências

ARESTIS, P.; SAWYER, M. New consensus macroeconomics and inflation targeting. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, número especial, p. 631-655, dez. 2008. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0104-06182008000400006>

ARESTIS, P; KARAKITSOS, E. **What Role for Central Banks in View of Current Crisis?** Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College, 2009. (Policy Note 2009/2). Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/publications/what-role-for-central-banks-in-view-of-the-current-crisis>. Acesso em 14 de maio de 2019.

ARESTIS, P. **New Consensus macroeconomics: A critical appraisal**. Nova York: The Levy Economics Institute of Bard College, 2009. (Working Paper n. 564). Disponível em: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_564.pdf. Acesso em: Acesso em 14 de maio de 2019.

BARRO, R. J. Are government bonds net wealth? **Journal of political economy**, Chicago, v. 82, n. 6, p. 1095-1117, 1974. DOI: <https://doi.org/10.1086/260266>

BARRO, R. J. The Ricardian approach to budget deficits. **Journal of Economic perspectives**, Nashville, v. 3, n. 2, p. 37-54. Spring, 1989. DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.3.2.37>

BERNANKE, B. "The Great Moderation". In: Annual Conference of the Eastern Economic Association, 30., 2004, Washington DC. **Anais...** Washington DC: 2004.

BERNANKE, B. Monetary Policy since the Onset of the Crisis. In: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium. Board of Governors of the Federal Reserve System at the Federal Reserve Bank, 2012, Wyoming. **Anais...** Wyoming: 2012.

BERNANKE, B. Monetary Policy in a New Era. In: Conference on Rethinking Macroeconomic Policy. 4. 2017, Washington DC. **Anais...** Washington DC: 2012.

BERNANKE, B; GERTLER, M. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? **The American Economic Review**, Nashville, v. 91, n. 2, p.253-257. May. 2001. DOI: <https://doi.org/10.1257/aer.91.2.253>.

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 et al. Rethinking Macroeconomic Policy. **Journal of Money, Credit and Banking**. Ohio, v.42, n.1, p. 199-215. September. 2010. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2010.00334.x>.

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

CAVALCANTI, M.A.F.H; VEREDA, L. **Modelo Dinâmico Estocástico de Equilíbrio Geral (DSGE) para a Economia Brasileira**: Versão 1. Brasília: Ipea, 2010. (Texto para Discussão, n. 1479).

DE VROEY, M. **A History of Macroeconomics from Keynes to Lucas and Beyond**. Cambridge: Cambridge University Press, 2016.

FED. Vice Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System (2006-2010: Donald Lewis Kohn). **Speech at the Conference in Honor of Dewey Daane**. Nashville, Tennessee, 18 April, 2009. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20090418a.htm>. Acesso em: 10 de maio de 2019.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis. London, UK: The Financial Services Authority, March, 2009. Disponível em: http://www.actuaries.org/CTTEES_TFRISKCRISIS/Documents/turner_review.pdf. Acesso em 15 de maio de 2019.

FARHI, Maryse. Os Dilemas da Política Econômica no “Pós-Crise”. In: CINTRA, M.A.M; GOMES, K. da R. (Orgs.). **As Transformações no Sistema Financeiro Internacional**. Brasília: IPEA, 2012. Cap. 4, p.123-174.

GAFFARD, J.; NAPOLETANO, M.; BATTISTON, S. Some reflections on inflation targeting, monetary–fiscal policy interactions, and unconventional monetary policies. **European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention**, Cheltenham, v. 15, n. 2, p. 132-138. September. 2018. DOI: <https://doi.org/10.4337/ejeep.2018.0035>.

GUERINI, Mattia; LAMPERTI, Francesco; MAZZOCCHETTI, Andrea. Unconventional monetary policy: between the past and future of monetary economics. **European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention**, Cheltenham, v. 15, n. 2, p. 122-131. September. 2018. DOI: <https://doi.org/10.4337/ejeep.2018.00036>.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 85, n. 3, p. 473-491. Jun. 1977. DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/260580>.

MILAN, M; QUADROS, B.C. A política monetária e a crise financeira: podem os Bancos Centrais se antecipar? **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 25, n. 2, p. 341-372. Agosto. 2016. DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2016v25n2art3>.

MISHKIN, F. S. **Monetary Policy Strategy**: Lessons from the Crisis. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), 2011. (Working Paper, 16755). DOI: <https://doi.org/10.3386/w16755>.

SARAIVA, P. J; PAULA, L.F. 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.

SARGENT, T., WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. **Federal Reserve Bank Minneapolis Quarterly Review**, Minneapolis, v.5, n.3, p. 1–17, Outono, 1981. Disponível em: <https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr531.pdf>. Acesso em: 15 de maio de 2019.

SBORDONE et al. Policy Analysis Using DSGE Models: An Introduction. **Economic Policy Review**, New York, v.16, n.2, p-23-43, October, 2010. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1692896>.

SNOWDON, B.; VANE, H. R. **Modern Macroeconomics**: its origins, development and current state. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2005.

TAYLOR, John B. Five Things We Know for Sure. **Hoover Digest**, Stanford, n.3, p.12-15, 1998.

TAYLOR, John B. Remarks at a Panel on the Monetary Policy Implications of the Global Crisis. In: International Journal of Central Banking, 2010. Tokyo. **Anais...** Tokyo: 2010.

WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. In: Annual Conference of the Eastern Economic Association, 2004, Washington DC. **Anais...** Washington DC: 2008.