Conteúdo para a Apresentação:

OBJETIVO DO ARTIGO:

Analisar os debates pós-crise do sub-prime, e verificar as concordâncias e discordâncias quanto as propostas e revisões do Novo Consenso Macroeconômico no âmbito da política econômica. Evidenciar a controvérsia da crença de que o regime de política econômica adotado pelo Novo Consenso Macroeconômico garantiu a estabilidade entre os anos de 1990 e 2000 a partir da crise de 2008 e a prova de que essa longa recessão foi de responsabilidade das práticas impostas pelo regime.

INTRODUÇÃO:

Os questionamentos da síntese neoclássica, fortificada por Friedman, e consolidadas pelos Novos Clássicos tomaram força nos anos 70, contaram com a eminência da crise do petróleo (1973 e 1979) e com o fim do Breton Woods (1973) no qual ocasionaram em impactos recessivos e inflacionários, além de elevadas taxas de juros nas décadas de 70 e 80 nos EUA e na Europa. A nova orientação vinda pelo mainstream defendeu a volta do pensamento clássico para lastrear a trajetória da política econômica.

Assim, o Novo Consenso Macroeconômico (NCM), em outras palavras Nova Síntese Neoclássica, estudou as práticas de diversos Bancos Centrais a partir do final de 80 em diversos países. Incorporaram-se a corrente Novo-Keynesiana, as contribuições dos neoclássicos, monetaristas, novos-clássicos e dos modelos de clico real dos negócios. Dessa forma, a nova síntese buscou justificar papel irrelevante da política fiscal em detrimento da política monetária, assim como retomar a ideia da neutralidade da moeda no longo prazo, abraçar o pressuposto das expectativas racionais e aceitação da curva de Lucas.

A consequência desse conjunto de teses e teorias foi à implantação e consolidação do Regime de Metas e Inflação (RMI), que representou um conjunto de orientações teóricas de como a política monetária deveria ser conduzida por um Banco Central. Dessa, forma, autores passaram a apelidar o que estava se construindo como uma espécie de “ciência monetária". Contudo, a crise financeira imobiliária que eclodiu nos EUA em 2007, e foi até 2008, demonstrou que em um período de estabilidade, existiu um processo que expôs a economia e o mercado financeiro ao risco.

MÉTODOS:

A partir da teoria e do conjunto de pressupostos e proposições iniciais do Novo Consenso Macroeconômico, busca-se mostrar as novas abordagens e as mudanças de paradigmas inicialmente postos. Procura-se também fazer uma análise comparativa entre os diversos autores sobre as novas proposições e críticas a partir da revisão do NCM.

essas políticas monetárias não convencionais durante a crise não abalaram a estrutura teórica do modelo, mas para outros autores, ela apresentou vulnerabilidade e limitações nas políticas. A discordância entre os autores repousa em relação às proposições aditivas à política monetária, tais como maior flexibilizações do regime de metas de inflação, representadas pela necessidade de essas políticas interagirem com as macro prudenciais, controle de capitais e câmbio, assim como a redefinição do papel da política fiscal. Dessa forma, apresentou-se uma relaxamento da NCM.

ARCABOUÇO TEÓRICO:

De acordo com os novos clássicos e seus pressupostos como expectativas racionais, taxa natural de desemprego, inflação como fenômeno monetário, concorrência perfeita e flexibilidade dos preços baseiam e sustentam a curva de Lucas, e levam a ideia de uma inconsistência temporal da política monetária discricionária, ou seja, livre de restrições, e resulta na ideia de um Banco Central independente que é característica principal para o RMI.

Segundo os Novos Keynesianos, os quais pressupõem expectativas racionais, taxa natural de desemprego, inflação como fenômeno monetário, concorrência imperfeita e rigidez de preços no curto prazo, leva a uma curva de phillips com rigidez nos preços, a uma IS “foward looking" (olhando para o futuro), que ancoram o regime de metas de inflação (RMI).

Por último, o ciclo reais de negócios que descreve modelos de equilíbrio geral estocásticos levam à regra de Taylor (que substitui a curva de LM) e a uma ancora nominal e instrumento de política monetária que sustentem o RMI.

No geral, destaca-se a flexibilização na execução da política econômica - RMI mais flexível com novos objetivos, como a estabilidade financeira, utilização de PMNC e da política fiscal para tanto. Adoção de regulamentação macroprudencial e busca por maior espaço fiscal para as políticas anticíclicas nas recessões, uso de câmbio administrada e controladas para os países emergentes.

POLÍTICA MONETÁRIA:

A crise financeira demonstrou que uma meta de inflação baixa (por exemplo, de 2\% a.a) tem consequências danosas na efetividade da política monetária anticíclica. Por causa disso, alguns economistas mainstream defendem que a meta da taxa de inflação poderia ser elevada (4\% a.a) em comparação ao período que aconteceu a recessão, o que permite uma ampliação da eficiência dessas políticas ao operar a taxas de juros de curto prazo, mas teria que avaliar os custos das distorções geradas em prol da maior efetividade da política monetária convencional como impacto no saldo real de moeda, mudanças estruturais na economia etc.

Os principais custos são apresentados a seguir:

i) ancorar expectativas em 4% a.a. é mais difícil;

ii) ii) maior volatilidade da inflação, decorrente do sistema fiscal que não é neutro a inflação;

iii) iii) impacto sobre o saldo real de moeda;

iv) 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.

a escolha de um único índice para descrever a inflação é um problema quando o índice de inflação é comparado ao produto ou aos preços dos ativos e agregados monetários, pois pode haver a possibilidade de a inflação estar estável, porém o hiato do produto não, bem como a inflação e o produto estarem estáveis, mas o comportamento de preços de ativos e agregados monetários não.

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, consequentemente, 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.

O terceiro ponto da revisão é sobre a conduta da política monetária para controlar o preço dos ativos financeiros. Alguns consideram a taxa de juros pouco sensível às variações de preços dos ativos, de modo que teria pouca efetividade para controlar o excesso de alavancagem das instituições financeiras, elevações de riscos de mercado e valorização dos preços dos ativos. Ademais, aceitava-se a “doutrina greenspan”, que afirma que o BC deveria atuar somente após a ruptura da bolha, porém, outros autores afirmavam que o melhor seria “inclinar-se contra o vento”, ou seja, uma política de prevenção. A crise volta a discussão sobre a política monetária ser um instrumento para mitigar as bolhas, com a justificativa de que é extremamente complicado diferenciar aumento de preços de um mercado específico como mudanças nos fundamentos básicos de oferta e demanda, ou surgimento de bolhas especulativas. Mesmo que as taxas de juros fossem pouco sensíveis às variações de preços dos ativos, e a utilização de taxa de juros mais baixas implicaria em riscos mais elevados, e um possível aumento dessas taxas, com o fito de reduzir os riscos, levaria a um aumento do hiato do produto prejudicando o produto e o emprego. E por isso, a melhor resposta seria a utilização de política macroprudencial (visa mitigar os riscos financeiros).

(Mishkin) afirma que a política monetária crível suscita a redução de incerteza, ou seja, para mitigar o risco macroeconômico, no qual o BC deverá atuar de forma preventiva à ocorrência de rupturas financeiras com mudanças na taxa de juros de curto prazo. Essa proposta é reafirmada por (Woodford), que propõe uma nova meta a RMI com a finalidade da estabilidade financeira. Dessa forma, o BC poderá manter o compromisso com a meta de inflação de longo prazo, porém com a possibilidade de alterar a taxa de juros de curto e médio prazo para prevenir as crises.

Outra questão é revisar a questão da sinalização e expectativa. Argumentou que a orientação para frente (forward guidance) é inconsistente temporalmente. Isso porque o BC tem compromisso de manter a taxa de juros de curto prazo inferior ao que faria no futuro, permitindo uma inflação mais elevada a frente. Mas o BC poderia não cumprir esse compromisso e elevar as taxas de juros para conter a elevação da taxa de inflação, e essa inconsistência poderia ter um impacto negativo quanto às expectativas 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. (reestruturar com o parágrafo seguinte)

*Outros autores concordam com esse argumento, mas que para evitar o problema temporal, a comunicação do BC com o público deverá explicitar a condução da política monetária, essa com discricionariedade restrita*, em relação às taxas de juros e que dependem das condições econômicas e poderiam ser alteradas de acordo com as necessidades. Porém, Clarida não aceita essa posição alegando isso pode ser percebido pelo público, comprometendo a ancoragem da inflação no futuro. Como alternativa, Woodford apresentou uma proposta de meta de PIB nominal calculado pela multiplicação do hiato do produto e de uma meta de inflação.

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.

POLÍTICA FINANCEIRA

Para reforçar a separação entre a política monetária e a política financeira no regime de metas inflacionárias, foi atribuída o "princípio de Tinbergen", no qual afirma que para o atingimento de cada objetivo de política econômica deve ser utilizado um único instrumento. Dessa forma, a política monetária ficou responsável pela estabilidade do nível de preços de bens e serviços de modo que a política financeira foi substituída pela regulamentação microprudencial das instituições depositárias, que afetam a atividade econômica por meio do canal de crédito (poderiam até utilizar mecanismos clássicos como minimização dos riscos através dos depósitos compulsórios e empréstimos de liquidez).

Microprudencial – baseada na ótica de mercados eficientes: limitar o impacto do incumprimento das diferentes instituições financeiras

Entretanto, dada essa desregulamentação, sustentada pela hipóteses de mercados eficientes, permitiu que as instituições não depositárias estivessem à margem forma de regulamentação e supervisão microprudencial. Ou seja, essa nova estrutura regulatória, cujo foco era microprudencial e dirigida ao mercado bancário, mostrou a vulnerabilidade da política monetária no momento de pré-crise, isto é, nenhuma instituição tinha poder de adotar medidas macroprudenciais de redução de risco. Segundo Blanchard - a regulamentação microprudencial não leva em conta as interações entre as instituições financeiras, o setor financeiro e a economia real -.

importatíssimo ( O RMI não precisa ser reprovado como estrutura de política econômica, mas deve ser complementado por outros instrumentos, rejeitando assim o princípio de Tinbergen. O ideal é coordenar a política monetária e a regulamentação macroeconômica prudencial com a política financeira, em que a comunicação com a sociedade influencie na sua expectativa na direção pretendida do governo. Essa responsabilidade deve ser auferida totalmente ao BC. ). 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.

Exemplo: 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)

Porém, essa posição não é aceita por Taylor, que critica a utilização de políticas regulatórias para lidar com booms de crédito ou preços dos ativos e defende a regulamentação convencional. Para ele, a taxa de juros adequada é o principal instrumento para impedir as situações de crise, e a utilização de políticas financeiras promove a perda de independência do BC.

POLÍTICA FISCAL:

verificou-se que na crise, essas políticas foram um importante instrumento anticíclico em momentos de taxas de juros muito baixas. Primeiro, Foi a única alternativa ainda disponível para estimular a economia, dado que as políticas monetárias convencionais e não convencionais estavam em seu limite. Multiplicadores fiscais se sobressaem quando a política monetária alcança níveis próximos ou abaixo de zero, no geral quando a economia se encontra em recessão. Segundo, dadas as expectativas baixas em relação a crise, pouco havia de forças críticas a essas políticas. De forma complementar BLANCHARD e SUMMER (2017) a propõem a possibilidade de um maior ativismo fiscal, como instrumento de estabilidade financeira, particularmente em situações de taxa de juros muito baixas.

Entretanto, muitas nações, com alta restrição orçamentária intertemporal, não optaram por liquidar os gastos governamentais com cobrança de impostos futuros, mas sim com a emissão de passivos monetário pelo BC, elevando a inflação de qualquer forma. A opção pela monetização da dívida na compra de títulos do tesouro por meio do BC, resulta na sua perda do controle de preços, no qual também gera inflação. A dominância fiscal promove 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.

Ou, em contrapartida, caso não houver a monetização de nenhuma forma, ocorrerá uma elevação nas taxas de juros e contração da atividade econômica, no qual aumentaria os riscos de default dos títulos e promoveria uma ruptura financeira.

Porém, segundo Mishkin, a crise gerou um aumento do déficit público, e em algum momento a política monetária será convocada para monetizar a dívida pública causando inflação, e se por acaso não seja, também levará à inflação. Ele também argumenta que no pós-crise, a política fiscal deverá promover uma redução do nível de endividamento e manter-se no orçamento. Blanchard defende a revisão do papel da política fiscal para instrumentos anticíclico, e nos momentos de prosperidade e crescimento econômico deverá prezar pela redução da dívida/PIB, preservando espaço para os gastos e incentivos nos momentos de recessão econômica. Mas ainda reforça o limite da política e o compromisso com o orçamento no médio e longo prazo, e apenas flexibilidade em períodos de crise. 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

POLÍTICA CAMBIAL:

Até a crise, os países desenvolvidos que utilizavam o RMI adotavam o câmbio flexível e a política cambial só de fato importava na medida em que afetava a meta de inflação. Assim, as variações na taxa de câmbio nominal, que promovesse desvalorização da moeda nacional, eram preocupações para o BC. Porém, nos países onde os mercados financeiros são integrados, os instrumentos cambiais acabam por serem supérfluos, pois os fluxos de capitais tendem a reagir aos diferenciais de taxas de juros.

Entretanto, nos países emergentes, onde as oscilações cambiais, decorrente da variação do fluxo de capitais, promoveram impactos na estabilidade financeira e macroeconômica em que a taxa de câmbio teve que ser gerenciada pelo BC a partir de intervenção no mercado cambial. Porém Ostry, diz que essas políticas descredibilizarão a política monetária, a não ser que os BCs reconheçam publicamente que a estabilidade do câmbio é em prol de maximizar o bem-estar. Assim, autores defendem que a meta de taxa de câmbio real e a intervenção estatal são um segundo componente do RMI para lidar com as consequência da alteração dos fluxos de capitais.

Variações significativas em relação ao fluxo de capitais poderiam ser compensadas por alterações nas taxas de juros de curto prazo, além da intervenção do BC no mercado de câmbio doméstico. Após a crise de 2008, o FMI reviu sua posição quanto ao controle de capital e propôs uma nova visão institucional no qual aceitou controles de capitais em circunstâncias específicas dando mais espaço às economias emergentes.

MODELOS DSGE:

A primeira vai de contra a teoria da política monetária ótima, a partir da maximização de um função linear quadrática dos desvios de inflação e do produto, por causa de os eventos da crise terem demonstrado que a economia não tem comportamento linear da distribuição de Gauss, sendo os riscos de cauda muito mais relevante do que se suponha (é a possibilidade de ocorrência de eventos extremos e improváveis, que estão localizados na “cauda” de uma distribuição de probabilidades). A segunda questão é sobre a necessidade dos modelos DSGE incorporarem possibilidade de fricções financeiras, o que implica em abandonar a estrutura de agente representativo.

Portanto, no pós-crise, essa estrutura baseada em um agente padronizado tem sido deixada de lado, concebendo o fato de que esses captem ocorrências de fricções financeiras na crise é uma modelagem inapropriada acerca dos agentes econômicos, bem como tem sido introduzido à instabilidade financeira a função de política ótima do BC. Woodford, a partir do modelo padrão do NCM, contribui com a ideia de tratar os eventos da crise como elemento endógeno que impacta a instabilidade financeira e a função política do BC, isto é, (minha interpretação) um fator intrínseco ao comportamento do BC criticando também a possibilidade de ele atenuar os efeitos da 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.

CONCLUSÃO:

De modo geral, essas novas proposições como um todo representam o relaxamento do NCM, ainda que não questionando os principais elementos teóricos. Porém, a visão que ainda prevalece no mainstream é a de manutenção dos elementos do NCM como a estabilidade de preços como objetivo primário de longo prazo e a garantia de um BC independente para alcançar esse propósito, e reforça a tecla da importância da política monetária para os períodos de recessão financeira e econômica.

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.