

Como os economistas puderam errar tanto?¹

Paul Krugman²

Confundindo beleza com verdade

É difícil acreditar que há não muito tempo os economistas estavam se congratulando pelo sucesso de sua profissão. Esses sucessos – ou o que se acreditava ser sucesso – eram teórico e prático, levando a uma era dourada da profissão. Pelo lado teórico, eles acreditavam que haviam resolvido suas disputas internas. Assim, em 2008 num texto intitulado “The State of Macro”³ (isto é, macroeconomia, o estudo das grandes questões como recessão), Olivier Blanchard do MIT, atual chefe dos economistas do FMI, declarou que “o estado da macro é bom”. As batalhas de anos anteriores, ele disse, acabaram, e houve uma “ampla convergência de visão”. E em relação ao mundo real, os economistas acreditam que têm as coisas sob controle: o “problema central da depressão-prevenção foi resolvido”, declarou Robert Lucas da Universidade de Chicago em seu discurso presidencial de 2003 na American Economic Association. Em 2004, Bem Bernanke, um antigo professor de Princeton e atual presidente do FED, celebrou a Grande Moderação da performance econômica das últimas duas décadas, que atribuiu em parte à melhoria da condução da política econômica. No ano passado, tudo isso se desfez.

Poucos economistas previram a crise, mas esse erro de previsão foi o menor dos problemas. Mais importante foi a cegueira da profissão para a possibilidade de falhas catastróficas numa economia de mercado. Durante os anos dourados, economistas da área de finanças passaram a acreditar

¹ From The New York Times, ©(9/6/2009) The New York Times All rights reserved. Used by permission and protected by the Copyright Laws of the United States. The printing, copying, redistribution, or retransmission of the Material without express written permission is prohibited. Tradução livre de Lucilene Morandi.

² Colunista do *NYT* e ganhador do prêmio Nobel de Economia de 2008. Seu último livro é “*The return of depression economics and the crisis of 2008*”.

³ “O Estado da Macro”

que os mercados eram inerentemente estáveis – inclusive, que as ações e outros ativos eram sempre precificados corretamente. Não havia nada nos modelos de previsão que sugerissem a possibilidade de um colapso do tipo que ocorreu no ano passado. Enquanto isso, os macroeconomistas estavam divididos em seus pontos de vista. Mas a divisão principal era entre os que insistiam que economias de livre mercado nunca se extraviam e os que acreditavam que as economias podem extraviar aqui e ali, mas que qualquer desvio mais importante em relação ao caminho da prosperidade poderia e deveria ser corrigido pelo todo poderoso FED. Nenhum dos dois lados estava preparado para lidar com uma economia que saiu dos trilhos apesar dos esforços do FED.

E na esteira da crise, as falhas da profissão de economista se sobressaíram mais que nunca. Lucas diz que os planos de estímulo econômico da administração Obama são “economia de menor qualidade”, e seu colega de Chicago John Cochrane diz que eles são baseados em “contos de fadas” desacreditados. Em resposta, Brad DeLong da Universidade da Califórnia, Berkeley, escreve sobre o “colapso intelectual da Escola de Chicago, e eu próprio tenho escrito que comentários de economistas de Chicago são produto dos Anos Negros da macroeconomia nos quais conhecimentos duramente conquistados haviam sido esquecidos.

O que aconteceu com a profissão de economia? E para onde vamos a partir daqui? Da forma como vejo, a profissão de economista extraviou por que os economistas, como um grupo, confundiram beleza – deslumbrados com o aspecto deslumbrante da matemática – com verdade. Até a Grande Depressão, muitos economistas agarraram-se à visão do capitalismo como um sistema perfeito ou próximo de perfeito. Aquela visão não era sustentável com o desemprego em massa, mas à medida que a memória da Grande Depressão enfraqueceu, os economistas caíram de amores pela velha e idealizada visão de uma economia em que indivíduos racionais interagem em mercados perfeitos, visão agora enfeitada com equações idealizadas. O romance renovado com o mercado idealizado era, para ser honesto, em parte uma resposta aos ventos de mudança política, em parte uma resposta aos incentivos financeiros. Mas, enquanto anos sabáticos na Hoover Institution e oportunidades de trabalho em Wall Street não são nada para se lamentar, a causa central da falência da profissão era o desejo

por uma abordagem abrangente e intelectualmente elegante que também dessem aos economistas a chance de mostrar suas proezas matemáticas.

Infelizmente, essa visão romantizada e higiênica da economia levou muitos economistas a ignorar todas as coisas que podem dar errado. Eles se tornaram cegos à limitação da racionalidade humana que sempre leva a bolhas e estouros; aos problemas das instituições que se tornam insanas; às imperfeições dos mercados – especialmente os mercados financeiros – que podem causar levar a economia a crashes repentinos e imprevisíveis; e aos perigos criados quando os reguladores não acreditam em regulação.

É mais difícil dizer para onde a profissão de economia vai a partir daqui. Mas o que é sempre certo é que os economistas terão que aprender a viver com desordem. Isto é, eles terão que reconhecer a importância do comportamento irracional e frequentemente imprevisível, enfrentar as frequentes imperfeições idiossincráticas dos mercados e aceitar que uma teoria econômica elegante está bem distante disto. Em termos práticos, isso será traduzido em conselhos mais cautelosos de política e uma redução no desejo de dismantelar as salvaguardas econômicas na crença de que os mercados resolverão todos os problemas.

De Smith a Keynes e de volta

O nascimento da economia como disciplina é usualmente creditado a Adam Smith, que publicou “A riqueza das nações” em 1776. Nos 160 anos seguintes, foi desenvolvido um extensivo corpo teórico econômico cuja mensagem central era: acredite no mercado. Sim, os economistas admitiam que havia casos em que os mercados podiam falhar, sendo o mais importante os casos de “externalidades” – custos que pessoas impõem a outras sem pagarem o preço, como trânsito congestionado ou poluição. Mas a suposição básica da economia “neoclássica” (assim nomeada após os teóricos do final do século XIX elaborarem sobre os conceitos de seus predecessores “clássicos”) era que nós deveríamos ter confiança no sistema de mercado.

Essa crença, no entanto, foi aniquilada pela Grande Depressão. Na verdade, mesmo em face do total colapso, muitos economistas insistiram

que o que quer que aconteça num mercado deve ser o correto: “Depressões não são simplesmente um mal”, declarou Joseph Schumpeter em 1934 – 1934! Elas, ele acrescentou, são “formas de alguma coisa que deve ser feita”. Mas alguns, e talvez a maioria dos economistas, virou-se para as percepções de John Maynard Keynes para uma explicação do que havia acontecido e uma solução para depressões futuras.

Keynes, apesar do que você pode ter ouvido, não defendeu que o governo administrasse a economia. Ele descreveu sua análise na sua obra mais importante em 1936, “A teoria geral do emprego, juros e moeda”, como “moderadamente conservadora nas suas implicações”. Ele queria fixar o capitalismo, não substituí-lo. Mas ele desafiou a noção de que economias de livre mercado podem funcionar sem um coordenador, expressando particular desprezo pelos mercados financeiros, que ele via como sendo dominados por especulações de curto prazo com pouca consideração com fundamentos. E ele destacou a intervenção ativa do governo – emitindo mais moeda e, se necessário, gastando fortemente em obras públicas – para reduzir desemprego durante as crises.

É importante entender que Keynes fez mais que afirmações bombásticas. “A Teoria Geral” é um trabalho de análise profunda – análise que convenceu os economistas mais jovens do seu tempo. Apesar disso, a história do estudo da economia na última metade de século foi, em larga escala, a história de um recuo do keynesianismo e um retorno ao neoclassicismo. O renascimento neoclássico foi iniciado por Milton Friedman da Universidade de Chicago, que afirmou, em 1953, que a economia neoclássica funciona bastante bem como descrição da forma como a economia realmente funciona para “ser extremamente frutífera e merecer bastante confiança”.

Mas o que dizer sobre depressão?

O contra-ataque de Friedman a Keynes começou com a doutrina conhecida como monetarismo. Monetaristas não discordam em princípio da ideia de que uma economia de mercado precisa deliberadamente de estabilização. “Somos todos keynesianos agora”, Friedman disse uma vez, embora depois afirmasse que a frase foi usada fora de contexto. Monetaristas afirmam, no entanto, que uma forma de intervenção do governo limitada e circunscrita – a saber, instruindo o banco central a manter a

oferta de moeda, a soma de dinheiro em circulação e os depósitos bancários, crescendo de forma estável – é tudo o que é necessário para prevenir depressões. Friedman e sua colaboradora Ana Schwartz argumentaram que se o FED tivesse feito seu trabalho, a Grande Depressão não teria acontecido. Mais tarde, Friedman argumentou convincentemente contra qualquer esforço deliberado do governo para reduzir desemprego abaixo do nível “natural” (acredita-se que seja de 4,8 por cento nos EUA): políticas excessivamente expansionistas, ele profetizou, levariam a uma combinação de inflação e alto desemprego – uma profecia que foi corroborada pela estagflação dos anos 1970, que antecedeu a credibilidade que o movimento antikeynesiano viria a ter.

No entanto, a contrarrevolução antikeynesiana foi bem além da posição de Friedman, que passou a ser visto como relativamente moderado em comparação com o que seus sucessores iriam dizer. Entre os economistas financeiros, a visão depreciativa de Keynes do mercado financeiro como um “cassino” foi substituída pela teoria do “mercado eficiente”, que afirmava que os mercados financeiros sempre estabelecem o preço certo dos ativos, dadas as informações disponíveis. Enquanto isso, muitos macroeconomistas rejeitaram completamente o trabalho de Keynes para entender as crises econômicas. Alguns retornaram à visão de Schumpeter e de outros apologistas da Grande Depressão, julgando as recessões como coisas boas, sendo parte dos ajustes da economia para as mudanças. E mesmo os que não foram tão longe argumentaram que qualquer tentativa de combater uma crise econômica faria mais mal que bem.

Nem todos os macroeconomistas estavam desejosos de seguir nesta trilha: muitos se autodenominaram Novos keynesianos, que continuaram a acreditar num papel ativo do governo. Ainda que muitos deles aceitassem a noção que investidores e consumidores são racionais e que os mercados geralmente acertam.

Claro, havia exceções a essas tendências: poucos economistas desafiaram a suposição de comportamento racional, questionaram a crença que mercados financeiros podem ser confiáveis e apontaram a longa história de crises financeiras que tiveram consequências devastadoras. Mas eles estavam nadando contra a correnteza, incapazes de avançar contra uma complacência permissiva e, em retrospectiva, absurda.

Finanças Panglossianas⁴

Nos anos de 1930, mercados financeiros, por razões óbvias, não tinham obtido respeito. Keynes os comparou com “aquelas competições de jornal na qual os competidores têm que escolher os seis rostos mais bonitos num conjunto de cem fotos, o prêmio vai para o competidor cuja escolha estiver mais próxima da media dos competidores como um todo; dessa forma, cada competidor deve escolher não os rostos que ele mesmo acha mais bonitos, mas aqueles que ele pensa que irá agradar mais aos outros competidores”.

E Keynes considerou uma péssima ideia deixar tais mercados, em que os especuladores gastam seu tempo perseguindo o rabo uns dos outros, ditar importantes decisões de negócios: “Quando o desenvolvimento de um país torna-se um subproduto de atividades de cassino, o trabalho está mal feito”.

Por volta de 1970, no entanto, o estudo de mercados financeiros parece ter sido tomado pelo Dr. Pangloss, que insistia que vivemos no melhor mundo possível. Discussões sobre irracionalidade de investidores, bolhas, ou especulação destrutiva, virtualmente desapareceram de discursos acadêmicos. O campo foi dominado pela “hipótese de mercado eficiente”, promulgado por Eugene Fama, da Universidade de Chicago, que afirma que os mercados financeiros precificam corretamente os ativos pelo seu valor intrínseco, dadas todas as informações disponíveis publicamente. (O preço das ações de uma companhia, por exemplo, sempre reflete corretamente o valor da companhia dadas as informações disponíveis sobre seus ganhos, perspectivas de seu negócio etc.) E nos anos 1980, economistas financeiros, notavelmente Michel Jensen da Escola de Negócios de Harvard, argumentavam que porque os mercados financeiros sempre acertam corretamente os preços, a melhor coisa que os caciques das corporações podem fazer, não só por eles mesmos mas pelo bem da economia, é maximizar o preço de suas ações. Em outras palavras, os economistas financeiros acreditavam que

⁴ Relativo ao Dr. Pangloss, personagem de romance de Voltaire que professava um otimismo beato, para quem tudo parecia correr sempre às mil maravilhas. (N.T)

deveríamos colocar o desenvolvimento da nação nas mãos do que Keynes chamou de “cassino”.

É difícil argumentar que essa transformação na profissão foi induzida por eventos. É verdade que a memória de 1929 estava recrudescendo gradualmente, mas continuaram a existir mercados touros, com crescente especulação, seguidos de mercados ursos⁵. Em 1973-4, por exemplo, as ações perderam 48% de seus valores. E no crash das ações de 1987, no qual o Dow despencou quase 23% num dia sem razão aparente, deveria ter levantado pelo menos alguma dúvida sobre a racionalidade dos mercados.

Esses acontecimentos, no entanto, que Keynes teria considerado evidências da não confiabilidade dos mercados, pouco fez para reduzir o vigor de uma bela ideia. O modelo teórico que os economistas financeiros desenvolveram assumindo que todo investidor pondera racionalmente riscos contra ganhos – o chamado Capital Asset Pricing Model ou CAPM – é maravilhosamente elegante. E se você aceita suas premissas, ele é também extremamente útil. CAPM não apenas lhe diz como escolher seu portfólio – mais importante do ponto de vista da indústria financeira, lhe diz como precificar um derivativo financeiro, crédito a crédito. A elegância e aparente utilidade da nova teoria levaram a uma sequência de prêmios Nobel para seus criadores, e muitos dos adeptos da teoria também receberam mais recompensas mundanas: armados de seus novos modelos e formidável conhecimento matemático – os usos mais formidáveis do CAPM requerem conhecimento computacional de alto nível – os professores de nível intermediário nas escolas de negócios podiam e se tornavam os grandes cientistas em Wall Street, ganhando salários de Wall Street.

Para ser justo, teóricos de finanças não aceitaram a hipótese de mercados eficientes meramente por ser elegante, conveniente e lucrativa. Eles também produziram uma grande gama de evidências estatísticas, que a princípio pareciam fortemente amparadas. Mas essas evidências eram de uma forma estranhamente limitada. Economistas de finanças raramente perguntam o que parece uma questão óbvia (apesar de não

⁵ Mercados touros apresentam tendência de crescimento (os touros atacam com os chifres de baixo para cima), e os ursos apresentam tendência de baixa generalizada dos preços dos ativos financeiros (ursos atacam de cima para baixo). (N.T.)

ser facilmente respondida), se o preço dos ativos faz sentido dados os ganhos fundamentais do mundo. Ao invés disso eles perguntam somente se o preço dos ativos faz sentido dado o preço dos demais ativos. Larry Summers, atual economista chefe da administração Obama, uma vez zombou dos professores de finanças com uma parábola sobre “economistas ketchup” que “havia demonstrado que uma garrafa de 2/4 de ketchup invariavelmente é vendida por exatamente o dobro do preço de uma garrafa de 1/4 de ketchup” e concluem a partir disso que o mercado de ketchup é perfeitamente eficiente.

Mas nem essa zombaria nem críticas mais educadas por parte de economistas como Robert Shiller de Yale tiveram muito efeito. Teóricos das finanças continuaram a acreditar que seus modelos estavam essencialmente corretos, e o mesmo fizeram pessoas tomando decisões no mundo real. Não menos importante, dentre estas pessoas estava Alan Greenspan, que era então o *chairman* do FED e um defensor de longa data da desregulamentação financeira, que se recusou – apesar dos apelos – a controlar os empréstimos subprime e o mercado já inflado da bolha imobiliária, permanecendo na crença de que a economia financeira moderna tinha como manter tudo sob controle. Houve um momento, em 2005, numa conferência em honra ao longo mandato de Greenspan no FED. Um bravo participante, Raghuran Rajan (da Universidade de Chicago, surpreendentemente) apresentou um trabalho advertindo que o sistema financeiro estava assumindo níveis de risco potencialmente perigosos. Ele foi ridicularizado pela maioria dos presentes – incluindo, a propósito, Larry Summers, que dispensou seus conselhos como “equivocados”.

Em outubro do último ano, contudo, Greenspan admitiu que ele estava num estado de “descrente chocado” porque “todo o edifício intelectual” tinha “desmoronado”. Como esse colapso do edifício intelectual era também um colapso dos mercados do mundo real, o resultado foi uma severa recessão – a pior, sob vários aspectos, desde a Grande Depressão. O que os *policy makers* deveriam fazer? Infelizmente, macroeconomistas, que deveriam fornecer orientações claras sobre como conduzir a economia numa crise, estão demonstrando seu próprio estado de desorientação.

O problema com a macroeconomia

“Nós nos metemos em uma trapalhada colossal, tendo errado no controle de uma máquina delicada, cujo funcionamento nós não entendemos. O resultado é que nossas chances de enriquecer podem ter sido desperdiçadas por um tempo – talvez por um longo tempo.” Assim escreveu Keynes num ensaio intitulado “A grande crise de 1930”, no qual tentava explicar a catástrofe que havia tomado conta do mundo. E realmente as possibilidades de enriquecimento do mundo foram perdidas por um longo tempo; foi necessário a Segunda Guerra Mundial para pôr fim à Grande Depressão.

Por quê o diagnóstico de Keynes da Grande Depressão como uma “trapalhada colossal” foi tão atraente a princípio? E porque os economistas, cerca de 1975, se dividiram em campos opostos em relação à visão de Keynes?

Eu quero explicar a essência da economia keynesiana com uma estória real que também serve como uma parábola, uma versão em escala menor da desordem que pode afligir toda a economia. Considere o funcionamento do Capitol Hill Baby-Sitting Co-op.

Essa cooperativa, cujos problemas foram recontados num artigo de 1977 no *The Journal of Money, Credit and Banking*, era uma associação de mais ou menos 150 jovens casais que concordaram em se ajudar tomando conta das crianças (*baby-sitting*) uns dos outros sempre que os pais quisessem sair à noite. Para garantir que todos os casais tivessem uma partilha justa, a cooperativa introduziu uma forma de títulos: cupons feitos de pedaços de papel grosso, cada um habilitando ao portador a meia hora de assistência. Inicialmente, os membros receberam 20 cupons ao entrar na cooperativa e tinham que entregar a mesma quantia ao se desligar da cooperativa.

Infelizmente, o que aconteceu foi que aparentemente os membros da cooperativa, na média, queriam manter uma reserva maior que 20 cupons, na possibilidade de quererem sair várias vezes em sequência. Como resultado, relativamente poucas pessoas queriam gastar seus cupons e sair, enquanto que muitos queriam tomar conta das crianças

dos outros para aumentar seu estoque de cupons. Mas como as oportunidades de *baby-sitting* apareciam apenas quando alguém saía à noite, isso significava que o trabalho de *baby-sitting* era difícil de encontrar, o que fez com que os membros da cooperativa ficassem ainda mais relutantes em sair, tornando o mercado de *baby-sitting* ainda mais escasso...

Em resumo, a cooperativa entrou em recessão.

Ok, o que você pensa dessa estória? Não a dispense como boba e trivial: economistas têm usado exemplos em pequena escala para lançar luz sobre grandes questões desde que Adam Smith enxergou as raízes do progresso econômico numa fábrica de alfinetes, e eles estão certos ao fazer isso. A questão é se esse exemplo particular, no qual a recessão é um problema de demanda inadequada – não há demanda suficiente para *baby-sitting* para empregar todos que querem oferecer seus préstimos – chega à essência do que acontece numa recessão.⁶

Há quarenta anos, muitos economistas teriam concordado com essa interpretação. Mas desde então os macroeconomistas têm se dividido em duas grandes facções: os economistas “litorâneos” (basicamente presentes nas universidades norte-americanas situadas próximas ao litoral), que têm uma visão mais ou menos keynesiana sobre o que são as recessões; e os economistas “interioranos” (basicamente nas universidades do interior do país), que consideram a visão keynesiana nonsense.

Economistas interioranos são, fundamentalmente, neoclássicos puristas. Eles acreditam que toda análise econômica que vale a pena começa pela premissa de que as pessoas são racionais e os mercados funcionam, uma premissa violada pela estória da cooperativa de *baby-sitting*. Na sua visão, escassez de demanda não é possível porque os preços sempre variam para coincidir oferta e demanda. Se as pessoas querem mais cupons *baby-sitting*, o valor dos cupons aumenta, e passam a valer, digamos, 40 minutos de *baby-sitting* ao invés de meia hora – ou, de forma equivalente, o custo por hora de *baby-sitting* cairia de 2 cupons para 1,5. E isso resolveria o problema: o poder de compra dos cupons em circulação iria aumentar e as pessoas não sentiriam necessidade de acumular mais cupons e não haveria recessão.

⁶ Insuficiência de demanda ou excesso de oferta. (N.T).

Mas as recessões não parecem períodos em que não existe demanda por trabalho suficiente para todas as pessoas que desejam trabalhar? As aparências podem enganar, dizem os teóricos interioranos. A teoria econômica mais difundida afirma que uma falha generalizada da demanda não pode ocorrer – e isso significa que não ocorre. Assim a economia keynesiana “ficou provada como sendo falsa”, afirma Cochrane da Universidade de Chicago.

Apesar dessa conclusão teórica dos economistas interioranos, recessões ainda assim ocorrem. Por quê? Em 1970 o macroeconomista interiorano líder, o laureado com o Nobel, Robert Lucas, argumentou que as recessões eram causadas por confusões temporárias: os trabalhadores e as empresas tinham problema para distinguir mudanças globais nos níveis de preços causadas por inflação ou deflação das mudanças nos seus próprios negócios particulares. E Lucas advertiu que qualquer tentativa de combater os ciclos de negócios (*business cycle*) seria contraprodutivo: políticas econômicas ativas, ele argumentou, só aumentariam a confusão.

Nos anos 1980, contudo, mesmo essa aceitação limitada da ideia de que recessões são ruins foi rejeitada por muitos economistas interioranos. Ao invés disso, o novo líder do movimento, especialmente Edward Prescott, que estava então na Universidade de Minnesota (você pode ver de onde vem o apelido interioranos), argumentou que as flutuações de preço e mudanças na demanda na verdade não tinham nada a ver com o ciclo de negócios. Antes, o ciclo de negócios refletia as flutuações na taxa do progresso tecnológico, que é amplificado pela resposta racional dos trabalhadores, que voluntariamente trabalham mais quando o ambiente é favorável e menos quando é desfavorável. Desemprego seria uma decisão deliberada dos trabalhadores para terem tempo livre.

Colocado mal assim, essa teoria parece absurda – a Grande Depressão foi realmente as Grandes Férias? E para ser honesto, eu penso que isso é realmente estúpido. Mas a premissa básica da teoria dos “ciclos reais de negócios” de Prescott estava assentada em modelos matemáticos construídos ingenuamente, que se basearam em dados reais usando técnicas estatísticas sofisticadas, e a teoria dominou o ensino de macroeconomia na maioria dos departamentos nas universidades. Em 2004, reflexo da

influência dessa teoria, Prescott dividiu o prêmio Nobel com Finn Kydland da Universidade Carnegie Mellon.

Enquanto isso, os economistas litorâneos estavam frustrados. Enquanto os economistas interioranos eram puristas, os economistas litorâneos eram pragmáticos. Enquanto economistas como N. Gregory Mankiw de Harvard, Olivier Blanchard do MIT e David Romer da Universidade da Califórnia, Berkeley, reconheciam que era difícil reconciliar a visão keynesiana da recessão pelo lado da demanda com a teoria neoclássica, eles acharam evidências muito fortes para serem rejeitadas de que as recessões eram, de fato, impulsionadas pela demanda. Assim eles estavam desejosos de se afastar da suposição de mercados perfeitos ou racionalidade perfeita, ou ambos, adicionando imperfeições suficientes para acomodar uma visão mais ou menos keynesiana de recessões. E na visão dos economistas litorâneos, política econômica ativa para combater recessões ainda era desejável.

No entanto, os autodenominados economistas Novos Keynesianos não estavam imunes ao charme dos indivíduos racionais e mercados perfeitos. Eles tentaram manter seu desacordo com a ortodoxia neoclássica limitada ao mínimo possível. Isso significava que não havia espaço nos modelos para coisas como bolhas e colapso do sistema bancário. O fato de tais coisas continuarem a acontecer no mundo real – havia uma crise macroeconômica e financeira terrível em boa parte da Ásia em 1997-1998 e uma crise com nível de depressão na Argentina em 2002 – não tinha reflexos no pensamento majoritário dos Novos Keynesianos.

Mesmo assim, você pode pensar que as diferentes visões dos economistas interioranos e litorâneos os teria colocado constantemente em disputa sobre política econômica. Surpreendentemente, contudo, entre os anos de 1985 e 2007 as disputas entre os economistas litorâneos e interioranos eram basicamente sobre teoria, não sobre fatos. A razão, eu acredito, é que os Novos Keynesianos, diferentemente dos keynesianos originais, não pensavam que política fiscal – mudanças nos gastos do governo ou nos impostos – fosse necessária para combater recessões. Eles acreditavam que a política monetária, administrada pelos tecnocratas do FED, poderia fornecer todas as soluções que a economia precisasse. Na celebração de 90 anos de nascimento de Milton Friedman, Ben Bernanke,

um antigo professor de Princeton, mais ou menos Novo Keynesiano, e então um membro do conselho diretivo do FED, declarou da Grande Depressão: “Você está certo. Nós fizemos isso. Nós sentimos muito. Mas graças a você, isso não acontecerá de novo”. A mensagem clara é que tudo o que se precisa para evitar uma depressão é um FED mais esperto.

Enquanto a política macroeconômica foi deixada nas mãos do maestro Greenspan, sem programas de estímulo do tipo keynesiano, os economistas interioranos encontraram pouco do que reclamar. (Eles não acreditavam que a política monetária pudesse fazer nenhum benefício, mas também não faria nenhum malefício).

Seria necessário uma crise para revelar a ambos quão pouco tinham em comum e quanto Panglossiana a economia Novo Keynesiana havia se tornado.

Ninguém poderia ter previsto...

Recentemente, nos discursos econômicos de mea culpa, uma finalização comum tem sido “ninguém poderia prever...”. Isto é o que se diz com relação a desastres que poderiam ter sido previstos, deveriam ter sido previstos e efetivamente foram previstos por alguns poucos economistas que foram desacreditados.

Tome por exemplo a subida e queda abrupta dos preços das habitações. Alguns economistas, com destaque para Robert Shiller, identificaram bolhas e preveniram sobre consequências penosas se viessem a estourar. Porém os responsáveis pelas políticas econômicas não foram capazes de ver o óbvio. Em 2004, Alan Greenspan desmentiu boatos de bolha no mercado imobiliário: “uma importante distorção de preços a nível nacional” ele declarou era “pouco provável”. A subida dos preços das habitações, Ben Bernanke afirmou em 2005, “reflete os fortes fundamentos econômicos”.

Como eles não notaram a bolha? Para ser justo, as taxas de juros estavam anormalmente baixas, o que explica possivelmente parte da subida dos preços. Pode ser que Greenspan e Bernanke também quisessem celebrar o sucesso do Fed em tirar a economia da recessão de 2001;

admitir que muito daquele sucesso desembocou na criação de uma bolha monstruosa teria reduzido o brilho das comemorações.

Mas existia algo mais acontecendo: uma crença generalizada de que bolhas não acontecem. O que é impressionante, quando se relê a confiança de Greenspan, é que ela não estava baseada em evidências – elas estavam baseadas em suposições a priori que simplesmente não pode existir bolhas no mercado imobiliário. E os economistas da área de finanças eram ainda mais inflexíveis nesse ponto. Numa entrevista de 2007, Eugene Fama, o pai da hipótese dos mercados eficientes, declarou que “a palavra ‘bolha’ me deixa doido”, e seguiu explicando porque podemos acreditar no mercado imobiliário: “os mercados imobiliários são menos líquidos, mas as pessoas são muito cuidadosas quando comprar casas. Este é tipicamente o maior investimento que elas fazem, então elas procuram com bastante cuidado e comparam preços. Os processos de compra são bastante detalhados”.

De fato, compradores de casa, de modo geral, realmente comparam os preços com muito cuidado – isto é, eles comparam os preços de suas compras potenciais com os preços das outras casas. Mas isso não diz nada sobre se o preço em geral das casas é justificado. Isto é economia ketchup de novo: porque 2/4 de garrafa de ketchup custa o dobro de uma de 1/4, os teóricos das finanças declaram que o preço do ketchup deve estar certo.

Em resumo, a crença na eficiência dos mercados financeiros cegou muitos economistas, se não a maioria, para a possibilidade de surgimento de uma das maiores bolhas financeiras da história. E a teoria dos mercados eficientes também teve papel importante ao inflar esta bolha, em primeiro lugar.

Agora que a bolha não previsível estourou, o verdadeiro risco dos ativos supostos seguros foi revelado e o sistema financeiro mostrou sua fragilidade. O mercado imobiliário dos EUA viu \$13

trilhões de riqueza evaporar. Mais de seis milhões de empregos foram perdidos, e a taxa de desemprego apontou para os maiores níveis desde 1940. Assim, que orientação tem a economia moderna a oferecer na nossa atual situação? E deveríamos acreditar nela?

A discussão sobre o estímulo

Entre 1985 e 2007 uma falsa paz pairou sobre a área da macroeconomia. Não houve nenhuma convergência real de visões entre as facções litorânea e interiorana. Mas estes foram os anos da Grande Moderação – um longo período durante o qual a inflação foi subjugada e as recessões foram relativamente suaves. Os economistas litorâneos acreditavam que o Fed tinha tudo sob controle. Os economistas interioranos não achavam que as ações do Fed fossem realmente benéficas, mas eles não estavam dispostos a discutir esta questão.

Mas a crise acabou com a falsa paz. De repente as políticas estreitas, tecnocráticas que ambos os lados estavam dispostos a aceitar não eram mais suficientes – e a necessidade de respostas para uma política mais abrangente trouxe à tona os velhos conflitos, mais violento que nunca.

Porque aquelas políticas estreitas, tecnocratas, não eram mais suficientes? A resposta, numa palavra, é zero.

Durante uma recessão normal, o Fed responde comprando notas do Tesouro – débitos de curto prazo do governo – dos bancos. Isso leva a para baixo a taxa de juros do governo; os investidores desejosos de taxas de retorno maiores mudam para outros ativos, levando a taxa de juros de outros ativos para baixo; e normalmente essas menores taxas de juros eventualmente levam a economia a novo impulso. O Fed agiu na recessão que começou em 1990 levando a taxa de juros de curto prazo de 9% para 3%. E na recessão que começou em 2001 levando a taxa de juros de 6,5% para 1%. E ele tentou lidar com a atual recessão levando a taxa de juros de 5,25% para zero.

Mas zero, ficou evidente, não era baixa o suficiente para acabar com essa recessão. E o Fed não pode levar a taxa de juros para abaixo de zero, já que a taxas próximas de zero os investidores simplesmente preferem manter moeda a emprestá-la. Assim, no final de 2008, com a taxa de juros basicamente no que os macroeconomistas chamam de “limite zero”, e assim mesmo com a depressão se aprofundando, a política monetária convencional perdeu toda sua tração.

E agora? Esta é a segunda vez que vez que a América alcançou o limite zero, a vez anterior sendo a Grande Depressão. E esta era precisamente

a observação de que existe um limite mínimo para a taxa de juros que levou Keynes a defender maiores gastos governamental: quando a política monetária é ineficiente e o setor privado não pode ser persuadido a gastar mais, o setor público deve tomar o seu lugar mantendo a economia. Estímulos fiscais é a resposta keynesiana para o tipo de depressão econômica atual.

Tais ideias keynesianas estão presentes na política econômica da administração Obama – e os economistas interioranos estão furiosos com isso. Por 25 ou mais anos eles toleraram os esforços do Fed para administrar a economia, mas um ressurgimento da teoria keynesiana de forma madura foi algo completamente diferente. Em 1980, Lucas, da Universidade de Chicago, escreveu que a teoria keynesiana era tão ridícula que “nos seminários de pesquisa, as pessoas não a levavam mais a sério; o auditório começava a bocejar e a dar risadinhas uns para os outros.” Admitir que Keynes estava certo, depois de tudo, seria uma retratação muito humilhante.

E assim, Cochrane de Chicago, ultrajado com a ideia de que gastos do governo pudessem atenuar a última recessão, declarou: “Isto não faz parte do que se ensina aos alunos de graduação desde os anos 1960. Elas (as ideias keynesianas) são contos de fada que se provou serem falsos. É muito confortável em momentos de stress voltar a contos de fadas que ouvíamos quando criança, mas isso não os torna menos falsos” (isto mostra como é profunda a divisão entre litorâneos e interioranos que Cochrane não acredita que alguém possa ensinar tais ideias, ensinadas em lugares como Princeton, MIT e Harvard).

Enquanto isso, os economistas litorâneos, que tinham se consolado com a crença que a grande divisão entre os macroeconomistas não era tão profunda, ficaram chocados ao perceber que os economistas interioranos não estavam ouvindo. Os economistas interioranos que investiram contra os estímulos não soaram como estudiosos que haviam ponderado os argumentos keynesianos e os acharam razoáveis. Na verdade eles pareciam pessoas que não tinham nenhuma ideia sobre o que se tratava a teoria keynesiana, e estavam ressuscitando as falácias teóricas pré-1930, na crença de que elas mostravam alguma coisa nova e profunda.

E não eram apenas as ideias de Keynes que pareciam ter sido esquecidas. Como observou Brad DeLong da Universidade da Califórnia, Berkeley, nos seus lamentos a respeito do “colapso intelectual” da escola de Chicago, a posição atual da escola inclui uma rejeição completa também das ideias de Milton Friedman. Friedman acreditava que a política do Fed, ao invés de mudanças nos gastos do governo, deveria ser usada para estabilizar a economias, mas ele nunca afirmou que um aumento dos gastos do governo não poderia, sob nenhuma circunstância, aumentar o emprego. Na verdade, relendo o sumário de suas ideias de 1970, “A theoretical framework for monetary analysis”, o que impressiona é o quanto parece keynesiana.

E Friedman certamente nunca comprou a ideia de que desemprego em massa representa uma redução voluntária nos esforços de trabalho ou a ideia que recessões são na verdade boas para a economia. Ainda que a geração atual dos economistas interioranos esteja usando ambos os argumentos. Nesse sentido Casey Mulligan de Chicago sugere que o desemprego está tão alto porque muitos trabalhadores estão escolhendo não aceitar emprego: “empregados percebem incentivos financeiros que os encorajam a não trabalhar... redução de emprego é explicada mais por reduções na oferta de trabalho (o desejo das pessoas de trabalhar) e menos pela demanda por trabalho (o número de trabalhadores que as firmas precisam contratar)”. Mulligan sugeriu, em particular, que os trabalhadores escolhem permanecer desempregados porque isso aumenta suas chances de receberem assistência hipotecária. E Cochrane declara que alto desemprego é na verdade bom: “Nós deveríamos ter uma recessão. Pessoas que passam suas vidas batendo pregos (pounding nails) em Nevada precisam fazer alguma coisa mais”.

Pessoalmente eu acho isso loucura. Para quê promover desemprego em massa em todo o país para levar os carpinteiros a saírem de Nevada? Pode alguém afirmar seriamente que perdemos 6,7 milhões de empregos porque menos americanos querem trabalhar? Mas é inevitável que os economistas interioranos se descubram presos neste beco sem saída: se você começa com a suposição que pessoas são perfeitamente racionais e mercados são perfeitamente eficientes, você tem que concluir que o desemprego é voluntário e as recessões são desejáveis.

Além disso, se a crise empurrou os economistas interioranos ao disparate, também criou muita procura pela essência entre os economistas litorâneos. Seus arcabouços, diferentemente dos da Escola de Chicago, aceita a possibilidade do desemprego involuntário e o considera algo ruim. Mas os modelos Novos Keynesianos que dominaram o ensino e a pesquisa assumem que as pessoas são perfeitamente racionais e os mercados financeiros perfeitamente eficientes. Para conseguir ter alguma coisa parecida com crise em seus modelos, os Novos Keynesianos são forçados a introduzir algum tipo de fator de correção que, por razões não especificadas, reduz temporariamente os gastos privados (Eu fiz exatamente isso em algum trabalho meu). E se a análise de onde estamos agora repousa nesse fator de correção, quanta confiança podemos ter nas predições do modelo sobre para onde estamos indo?

O estado das artes em macro, em resumo, não é bom. Então para onde caminha a profissão a partir daqui?

Falhas e atritos

Economia, como disciplina, teve problemas porque os economistas foram seduzidos pela visão de um sistema de mercado perfeito e sem atritos. Se for para resgatar a profissão, será necessário se reconciliar com uma visão menos sedutora – a visão atual de uma economia de mercado tem muitas virtudes, mas não dá conta de falhas e atritos. A boa notícia é saber que não será necessário começar do nada. Mesmo durante o auge da teoria econômica de mercados perfeitos, havia vários trabalhos mostrando como a economia real desviava do ideal teórico. O que provavelmente irá acontecer agora – de fato já está acontecendo – é que a teoria econômica que trata de falhas e atritos sairá da periferia para o centro da análise econômica.

Existe um exemplo bastante desenvolvido do tipo de teoria econômica que eu tenho em mente: a escola de pensamento conhecida como finanças comportamentais. Profissionais dessa abordagem enfatizam duas coisas. Primeiro, muitos dos investidores do mundo real se parecem muito pouco com o calculista frio da teoria dos mercados eficientes: eles são

muito suscetíveis a comportamentos de manada, a surtos de exuberância irracional e a pânico injustificado. Segundo, mesmo os que tentam basear suas decisões em cálculos frios frequentemente descobrem que não o podem fazer, que problemas de confiança, credibilidade e garantias colaterais limitadas os forçam a correr com a manada.

Quanto ao primeiro ponto: mesmo durante os dias de euforia em relação às hipóteses de mercados eficientes, parecia óbvio que muitos investidores do mundo real não eram racionais como os modelos de previsão assumiam. Larry Summers uma vez iniciou um texto em finanças declarando que: “Eles são idiotas. Olhe em volta.” Mas, de que tipo de idiotas (o termo preferido na literatura acadêmica, na verdade, é “negociante barulhento”) estamos falando? As finanças comportamentais, baseando-se no movimento mais amplo de teoria econômica comportamental, tenta responder esta questão relacionando a aparente irracionalidade dos investidores a vieses conhecidos da forma de raciocinar do homem, como a tendência a se importar mais com pequenas perdas do que com pequenos ganhos ou a tendência a extrapolar para a realidade a partir de pequenos exemplos (p. ex., assumindo que, por causa do aumento dos preços das casas nos últimos anos, eles continuarão subindo).

Até a crise, defensores dos mercados eficientes como Eugene Fama repudiou as evidências produzidas pelas finanças comportamentais como sendo uma coleção de “itens de curiosidade” sem nenhuma importância real. Esta é uma posição bem mais difícil de sustentar agora que o colapso provocado por uma grande bolha – uma bolha corretamente diagnosticada por economistas comportamentais como Robert Shiller de Yale, que relacionou isso a episódios passados de “exuberância irracional” – colocou a economia mundial de joelhos.

Em relação ao segundo ponto: suponha que haja, realmente, idiotas. Quanto isso tem importância? Não muita, argumentou Milton Friedman num texto bastante conhecido de 1953: investidores inteligentes irão ganhar dinheiro comprando quando os idiotas vendem e vendendo quando compram e esse processo estabilizará os mercados. Mas a segunda vertente das finanças comportamentais diz que Friedman estava errado, que os mercados financeiros são alguma coisa altamente instáveis, e exatamente agora este ponto de vista parece difícil de rejeitar.

Provavelmente o papel mais influente nesse sentido foi uma publicação de 1997 de Andrei Shleifer de Harvard e Robert Vishny de Chicago, que formalizou a antiga afirmação que “o mercado pode permanecer irracional mais tempo do que você pode se manter solvente”. Como eles destacaram, arbitradores – as pessoas que se supõe comprem na baixa e vendam na alta – precisam de capital para isso. E uma queda abrupta no preço dos ativos, mesmo que isso não faça sentido em termos dos fundamentos, tende a esgotar esse capital. Como resultado, o *smart money* é expulso desse mercado, e os preços podem entrar numa espiral descendente.

O *spread* da crise financeira recente parecia quase uma lição prática sobre os perigos da instabilidade financeira. E as ideias gerais subjacentes aos modelos de instabilidade financeira se provaram altamente relevantes à política econômica: o foco nas perdas de capital das instituições financeiras ajudou a dirigir as ações de política econômica após a queda do Lehman, e parece (cruze seus dedos) que essas ações tiveram sucesso em impedir um colapso financeiro ainda maior.

Entretanto, o que se pode dizer sobre a macroeconomia? Os eventos recentes refutaram enfaticamente a ideia de que recessões são uma resposta ótima às flutuações na taxa de progresso tecnológico; uma visão mais ou menos keynesiana é a única jogada possível. Ainda que o modelo padrão Novo Keynesiano não deixe espaço para uma crise como a que tivemos, porque esses modelos geralmente aceitam a visão de mercados eficientes para o setor financeiro.

Havia algumas exceções. Uma linha de trabalho, pioneira por ninguém menos que Ben Bernanke trabalhando com Mark Gertler da Universidade de Nova York, destacou a forma como a falta de colaterais suficientes pode esconder a capacidade dos negócios de levantar fundos e perseguir oportunidades de investimento. Uma linha de trabalho relacionada, amplamente consagrada por meu colega Nobuhiro Kiyotaki e John Moore da Escola de Economia de Londres, argumentou que os preços dos ativos tais como os do mercado imobiliário podem sofrer queda de preços que se autoalimentam e que em consequência deprimem a economia como um todo. Mas até agora o impacto de *dysfunctional finance* não tem estado no centro nem da teoria econômica keynesiana. Isso claramente tem que mudar.

Retornando a Keynes

Aqui está o que eu acho que os economistas devem fazer. Primeiro, eles têm que encarar a realidade inconveniente que mostra que os mercados financeiros estão longe da perfeição, que estão sujeitos a extraordinários erros de julgamento e a efeitos manada. Segundo, eles têm que admitir – e isso será bastante difícil para as pessoas que zombaram e desprezaram Keynes – que a teoria econômica keynesiana permanece a melhor estrutura teórica para analisar recessões e depressões. Terceiro, eles terão que fazer o melhor para incorporar a realidade das finanças na macroeconomia.

Muitos economistas acharão essas mudanças profundamente perturbadoras. Levará um longo tempo antes que as abordagens novas, mais realistas de finanças e macroeconomia possam oferecer o mesmo nível de clareza, completude e beleza que caracteriza a abordagem neoclássica. Para alguns economistas isto será uma razão para agarrar-se ao neoclassicismo, apesar do fracasso total em entender a maior das crises em três gerações. Parece, no entanto, um bom momento para lembrar as palavras de H. L. Mencken: “Há sempre uma solução fácil para todo problema humano – elegante, plausível e errada”.

Quando se trata do problema demasiado humano das recessões e depressões, os economistas precisam abandonar a solução elegante, mas errada, supondo que todo mundo é racional e os mercados funcionam perfeitamente. A visão que surge quando a profissão repensa seus fundamentos pode não ser assim tão clara; ela certamente não será elegante; mas podemos esperar que ela terá a virtude de ser pelo menos em parte correta.