

# Por que os economistas erram, e continuarão errando?

Márcio Holland<sup>1</sup>

*“The economics profession has failed in communicating the limitations, weaknesses, and even the dangers of its preferred models to the public.” (Juselius et al. 2009)*

## Introdução

A Crise Financeira de 2008 suscitou, especialmente entre economistas, acadêmicos e *policymakers*, uma dúvida profunda sobre a competência da Ciência Econômica em prever fortes reversões cíclicas. Como agravante, predominava a idéia da “grande moderação”, quando se acreditava que as economias pouco provavelmente passariam a viver longos ciclos de recessão, e que os ciclos dos negócios seriam mais suavizados. Mais do que isso, a macroeconomia teria encontrado diversos pontos de convergência (Blanchard, 2008). Entre eles, primeiro, as recessões seriam menos longas e menos severas; segundo, as boas práticas monetária baseadas em regras do tipo Taylor permitiriam a estabilidade monetária e, por conseguinte, das flutuações cíclicas; terceiro, os sistemas financeiros teriam competência suficientes para diluir entre os *traders* os riscos financeiros, sem maiores conseqüências para o “lado real da economia”, em caso de estouros em eventuais bolhas especulativas; afinal, tudo não passa de simples “exuberância irracional”.

Mas, o problema é que os economistas não conseguem prever rupturas econômica-financeiras de grande profundidades ou extensões, especialmente porque elas normalmente acontecem logo após um longo e próspero ciclo de expansão, com alta generalizada nos preços dos ativos

---

<sup>1</sup> Professor da Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas (Rua Itapeva, 474, 13ª andar, 01332-000 – São Paulo, SP. Tel: (11) 3799-3372), e Pesquisador CNPq. E-mail: marcio.holland@fgv.br.

e *commodities*, quando vigora um certo otimismo sobre as expectativas futuras das economias. Mais do que isso, a base teórica vigente geralmente é sempre frágil aos olhos da geração seguinte de modelos econômicos, ou mesmo as proposições de políticas econômicas são geralmente aquelas que mais parecem “sensatas” e pouco contestáveis, exceto por alguns “economistas exóticos”. Mas, esses economistas não apresentam modelos com rigor científico apropriado aos olhos do paradigma vigente, nem mesmo proposições de políticas com alguma consistência. Assim, teórica e empiricamente, a Ciência Econômica segue sugerindo novas abordagens que, em grande medida, sustentam os *booms* de preços de ativos e de *commodities*.

## Fazendo Ciência Econômica, mas não realidade econômica

O pensamento econômico clássico (pré-Keynes), poderia ainda fazer sentido nos modelos teóricos facilmente encontrados nos periódicos mais relevantes da área. Assim, as seguintes proposição poderiam ser empregadas, sem maiores conseqüências –e, na verdade, ainda o são: 1) todos os agentes econômicos (firmas e residentes) são racionais, sob perfeita previsão, e procuram maximizar seus lucros e utilidades; 2) tais agentes não sofrem de ilusão monetária; 3) todos os mercados são perfeitamente competitivos, com preços perfeitamente flexíveis; 4) todos os agentes têm perfeito conhecimento das condições de mercado; entre outros. Uma destas ou o conjunto destas suposições ainda faz sentido aos olhos puramente acadêmicos, mesmo que não tenha nenhuma relevância para a vida econômica como ela é. Mais do que isso, muitas proposições e visões de mundo são, destas suposições, derivadas, ao bem do rigor científico.

De um modo um pouco mais sofisticado, os modelos mais amplamente divulgados prescindiam de algumas das suposições da escola Novo-Clássica, e assim: 1) passa-se a dar ênfase aos microfundamentos da macroeconomia, sendo todos os agentes racionais, tal que, *perfect foresight* seria uma exceção à regra de expectativas racionais. Nestes termos, os agentes, mesmo com número completo de informações, poderiam errar;<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Aqui, os erros têm média zero, ou seja, na média, os agentes econômicos não erram.

o erro deve-se basicamente às surpresas advindas de políticas keynesianas; 2) os agentes não sofrem de ilusões monetárias tal que somente magnitudes reais importam para decisões; contudo, tais decisões ainda estão baseadas em uma função utilidade em que firmas e residentes ainda maximizam lucros e utilidades; 3) a noção de perfeita flexibilidade de preços e salários ainda é válida como no mundo “Clássico”.

Como contraponto a esta visão, tem-se os modelos do tipo RBC (*Real Business Cycle*), como em E. Prescott, R. Barro, A. Stockman, C. Plosser, entre outros. Neste modelo, 1) os autores destacam o papel de choque do “lado da oferta” na forma de mudanças tecnológicas, mais do que choque monetários, como acreditavam os Novos-Clássicos; 2) incorporam o esquema com função utilidade de agente representativo; 3) Os proponentes do RBC validam a hipótese de expectativas racionais e ausência de assimetria de informações; os preços continuavam perfeitamente flexíveis; 4) como no mundo ingênuo do velho monetarismo Friedmaniano, a moeda é neutra e política monetária é irrelevante. Esse caminho da teoria macroeconômica realmente indicaria sua limitação em lidar com o mundo como ele é. Mas, novamente, isso talvez não seja tão importante assim.

Sua estrutura quase monótona por falta de criatividade ou por “religiosidade teórica era algo como: 1) uma função de produção,  $Y_t$ ; 2) uma noção de comportamento da produtividade do trabalho  $A_{t+j}$ ; 3) uma função-utilidade  $U_t$  sob certas restrições, conforme o modelo a seguir:

$$Y_t = A_t F(k_t, L_t)$$

sendo que:  $A_{t+1} = r A_t + e_{t+1}$  onde  $0 < r < 1$

A função-Utilidade:  $U_t = f(C_t, L_t)$  onde  $f'(C_t) > 0$  e  $f'(L_t) > 0$

Assim:

$$U_t = \max E_t \left\{ \sum_{j=0}^{\infty} b^{t+j} u[C_{t+j}, 1 - L_{t-j} \mid \Omega] \right\} \text{ onde } 1 > b > 0$$

Sob a restrição:  $C_t + I_t \leq A_t F(K_t, L_t)$

Para  $L_t + Le_t \leq 1$

$$K_{t+1} = (1 - d) K_t + I_t$$

Neste modelo, imagine que um choque exógeno ocorra na “Ilha de Crusoé”,  $A_t$  muda, aumentando a produtividade. Como Crusoé pode produzir mais agora, ele precisa decidir se trabalha mais agora e deixa mais horas de lazer para depois. Essa decisão depende: 1) se o choque tem vida curta (*short-lived*): quanto mais curto mais se trabalha no presente; e 2) da taxa real de juros (Barro, 1981), tal que quando maior mais se trabalha no presente. Uma forma de medir o choque de tecnologia é através do velho e frágil resíduo de Solow. Modelo do “lado da oferta”, onde a moeda tem sua importância proporcional à relevância do mundo real para o modelo!

Uma imensa coleção de artigos seguia, e continua, incrivelmente, sendo publicados fazendo uso desse mundo mágico da teórica econômica; ora com moeda, mesmo que neutra (sic!), ora sem moeda, ou sem qualquer importância à mesma, dado que os choques mais relevantes seriam supostamente aqueles associados à produtividade. O “cientistas” econômicos seguem, como sempre, desde os clássicos, passando pelo monetarismo de M. Friedman, ao de R. Lucas, e entrando pelo Novo-Keynesianismo, apreciando a qualidade do seu modelo algoritmizado, em detrimento de uma realidade complexa e, por vezes, “chata” de compreender. A “economia aplicada” torna-se a “prima pobre” da teoria econômica, com menor valor editorial e menor apreço científico. Afinal, a macroeconomia não passava de aplicações empíricas.

Nestes modelos científicos, teoremas velhos e absurdamente falsos ainda tinham lá sua validade. Como em Modigliani e Miller (1958), o valor total da firma é independente de sua estrutura financeira. Ou seja, o nível de dívida, a divisão da dívida em diferentes obrigações com diferentes *collateral*, as distribuições de dividendos, entre outros, não tem nenhum impacto no valor da firma. Noutras palavras, o valor de mercado de qualquer empresa é independente de sua estrutura de capital e é dado pela capitalização de seu retorno esperado à taxa apropriada à sua classe de risco. Contrariando tal proposição, em Stiglitz (1998), o mercado parece se preocupar com *falências*. E, tão importante quanto, muitas firmas têm restrições a tomar emprestado nos mesmos termos que outras podem.

De outro lado, ainda acredita, sob a hipótese de mercados eficientes, que os preços das ações refletem plenamente todas as informações relevantes disponíveis, transmitindo-se de quem as possui para quem não as possui (Fama, 1970). Em Grossman & Stiglitz (1980), como há custo de informação, os *traders* têm incentivos a obter mais informações do que outros. Com custos de informação, há uma “*quantidade de equilíbrio de desequilíbrio*”, sendo a persistência nas discrepâncias entre preços e valores fundamentais o incentivo para os indivíduos obterem informações.

Pelo menos até Stiglitz (1998) a informação era amplamente disponível para todos os agentes econômicos. Contudo, cada vez mais vem ficando claro que a eficiência informacional é uma hipótese suficientemente frágil, mesmo aos olhos dos *traders*. Mas, porque os cientistas econômicos insistem em acreditar nisso?

A assimetria de informações entre potenciais credores e tomadores de empréstimos pode fazer com que um aumento na taxa de juros gere um impacto negativo tanto sobre a composição do *pool* de solicitantes de crédito (o efeito da *seleção adversa*) como sobre o comportamento destes em relação a riscos (o efeito incentivo, ou o efeito do *moral hazard*).

O uso de garantias (*collateral*), para mitigar a assimetria de informações, via-se limitado, dado que, como em Stiglitz e Weiss (1981), esses recursos também podem engendrar efeitos de seleção e de incentivo adversos. Afinal, a partir de certo ponto, o aumento no nível exigido de garantia pelos credores rebaixaria os retornos dos empréstimos. Por sua vez, contratos mais completos, que contemplassem inúmeras contingências e punições que inibissem os tomadores de empréstimos a correr riscos exagerados, são custosos e pressupõem a existência de uma infraestrutura jurídica desenvolvida que assegure seu cumprimento: legislação adequada, precisão nas regras de responsabilidade, pronta execução das decisões judiciais etc.<sup>3</sup>

Mesmo o uso de mercados de *equity*, como em Greenwald, Stiglitz e Weiss (1984), isso pode implicar em sinalização adversa sobre a “qualidade” da empresa que recorre à emissão de ações como fonte de financiamento, justificando inferências dos investidores sobre uma situação financeira frágil ou sobre o maior risco de falência da empresa, provocaria

---

<sup>3</sup> Para mais detalhes destas questões e da contribuição do Stiglitz, veja Aldrighi (2004).

uma queda no preço das ações que poderia encarecer excessivamente a captação de recursos por essa via. Greenwald, Stiglitz & Weiss (pp. 195 e 198): “*não é surpreendente, conseqüentemente, que as empresas raramente emitem ações para levantar capital*”.

Modelos do tipo Kyiotaki-Moore (1998), parecem bem mais realistas, quando, implícito ao modelo do tipo-Krugman<sup>4</sup> tem-se a suposição de mercado de capitais imperfeito. Neste contexto, racionamento de crédito é uma questão importante. Há o fenômeno da informação assimétrica, com seleção adversa e *moral hazard*, sendo contemplado; o tomador sabe sobre o propósito do empréstimo e o emprestador é menor informado sobre o uso dos fundos; e os tomadores são heterogêneos e incorrem em riscos distintos de pagamentos.

Destes modelos derivam importantes implicações de política econômica. A disponibilidade de crédito bancário é um canal importante através do qual a política monetária pode ter efeitos adversos sobre o nível da produção e dos investimentos no curto prazo. Por sua vez, o alcance limitado da política monetária na reativação da economia em períodos recessivos é atribuído principalmente ao agravamento dos impactos adversos gerados pelas imperfeições de informação nos mercados de crédito, e não ao aumento na demanda especulativa por moeda. Nas recessões, os bancos resistiriam ainda mais a emprestar e as empresas a tomar emprestado.

Noutras palavras, o canal do crédito parece mais relevante para entender o efeito de política monetária do que o canal monetário. Bernanke (1982), ao estudar a Grande Depressão, observou que a queda na moeda foi muito pequena para explicar a forte queda no produto.

## Fazendo política monetária, a ciência na arte

Quase como uma revolução científica, em meio à tanta fragilidade teórica os Novos-Keynesianos passam a dominar a agenda acadêmica

<sup>4</sup> Me refiro aqui ao modelo de Krugman (1999), em que o investimento é função da taxa de câmbio, quando, tanto desvalorizações fortes da taxa de câmbio podem reduzir fortemente o investimento, especialmente no contexto de crise, conforme ênfase aos efeitos do tipo *balance-sheet*.

e de implicações de política macroeconômicas, como nunca, desde a morte de Keynes (Lucas, 1980), ao seu retorno (Barro, 1986, Blinder, 1988 – “Keynes after Lucas”). Aqui, os ciclos econômicos são causados por choques de demanda; a moeda passa a importar, mas, em recessões profundas talvez não; supõe um mundo um pouco mais realista em que há rigidez de preços e salários

Aqui o que mais provavelmente pesou foi seu uso amplo como proposição de política econômica. Passa-se à difusão de uma função de preferência do Banco Central, em um processo de fixação da taxa de juros, nem como uma regra Friedmaniana, nem mesmo como a discricionariedade keynesiana, mas como uma discricção restringida (Clarida et al., 2000). Neste sistema, dada uma função de perda como a seguir:

$$L_t = \frac{1}{2} [\dot{P}_t - \dot{P}^*]^2 + \phi (Y_t - Y^*)^2, \phi > 0$$

os bancos centrais passaria a fixar a taxa de juros, conforme o modelo:

$$r_t^* = r^* + \beta [E(\dot{P}_{t,k} | \Omega_t) - \dot{P}^*] + \gamma E[y_{t,q} | \Omega_t]$$

Assim, a teoria econômica parecia ter resolvido seus problemas a ponto de ter uma clara proposição de política monetária. Entre os consensos tinha que: 1) os objetivos da política monetária, se focar somente em inflação ou se deveria objetivar também a estabilidade do produto no curto prazo; 2) o fim do debate discricionariedade *vs.* Regras, dada a discricção restringida”; 3) a importância de escolha de metas nominais, seja monetária, cambial, ou de preços, na forma de regimes de metas de inflação; 4) a importância das defasagens nos efeitos da política monetária, tal que a regra monetária teria um efeito de media de dois períodos para afetar a inflação. Como em Taylor (1995), os efeitos da política monetária dependem do efeito da taxa básica de juros sobre as taxas longas de juros praticadas pelos mercados financeiros. Assim, se as alterações na taxa básica não causam alterações imediatas na taxa de longo prazo, é preciso considerar defasagens dos efeitos da política monetária sobre o produto real.

A contribuição Novo-Clássica se misturava ao Novo-Keyensianismo, tal que de Lucas e Sargent não acreditavam que a desinflação pudesse realmente ocorrer sem algum aumento do desemprego. Mas Sargent, após examinar os dados históricos relativos ao custo do desemprego associado à eliminação de diversos episódios de hiperinflação, concluiu que o aumento do desemprego poderia, de fato, ser menor. O fator essencial da desinflação bem-sucedida seria a credibilidade. Caso fosse possível aumentar a credibilidade da política, os agentes que determinam os salários poderiam alterar o modo como formam suas expectativas, e assim, abreviariam os custos da desinflação. Ainda, os autores argumentam que um programa de desinflação rápido e transparente tem maiores chances de ter credibilidade maior.

Nestes termos, os avanços na “ciência” da política monetária poderia ser resumido como em Arkelof (2005): 1) Inflação é sempre e em qualquer lugar um fenômeno monetário; 2) Estabilidade de preços tem importantes benefícios; 3) Não há lugar para o *tradeoff* entre desemprego e inflação; 4) Expectativas tem um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão de política monetária; 5) Taxa real de juros precisa subir com inflação mais alta; 6) Política monetária está sujeita ao problema da inconsistência temporal; 7) Independência do banco central ajuda a melhorar a eficiência da política monetária; e 8) Compromisso com âncora nominal forte é central para produzir bons resultados de política monetária.

Contudo, a “arte”, em torno da “ciência” (Blinder, 2005), começa a ganhar peso, dado o fato de que dificilmente as decisões dos *polymarkers* poderiam ser suficientemente “algoritmizadas”; nem mesmo os modelos contem a precisão suficiente para valer a pena tal algoritmização, como por exemplo, como calcular o produto “potencial” ou “normal”, ou qual seria mesmo a taxa de desemprego não aceleracionista (NAIRU), ou mesmo qual seria a taxa natural de juros reais de longo prazo. Vale ainda a dificuldade em definir os pesos para o desvio da inflação em relação a inflação meta/desejada, e para os desvios do produto efetivo em relação ao produto “potencial”. Assim, aspectos de julgamentos dos *policy markers* ganham alguma dimensão relevante no processo de tomada de decisões. Certamente que o princípio de Taylor poder-se-ia até constituir em uma

condição necessária, mas não necessariamente suficiente. Ou seja, até pode-se aceitar que a taxa real de juros tenha que se elevar sempre que houver uma pressão inflacionária, ou melhor, quando a inflação corrente começar a ultrapassar a inflação desejada, ou meta; mas, quanto?

As estratégias do tipo *Inflation-Targeting* aparece com evidências amplamente favoráveis; contudo, países que não adotaram tal regime também têm sucesso nas suas políticas monetárias. Política monetária se tornou muito mais “arte”, mas com sérias limitações para a ciência da política monetária.

De acordo com Blinder (2005) o julgamento (arte) como um importante elemento na condução da política monetária (p. 20). “...*they are never sure that one model is the correct one*” (p. 21). “*Nonetheless, while practicing this dark art, I have always found the science quite useful*” (Blinder, 1998, p. 17). “*Monetary policy will however never become as boring as dentistry. Monetary policy will always have elements of art as well as science*”

Como complemento, a adoção do regime de metas de inflação se torna amplamente implementado, aceito e aplaudido. Políticas macroeconômicas, geralmente, têm diversos objetivos além de inflação baixa, incluindo, taxas reais de crescimento econômico, baixas taxas de desemprego, estabilidade financeira, equilíbrio de balanço de pagamentos, etc. Mas, regime de metas de inflação tem na estabilidade de preços a principal meta de longo prazo da política monetária. Acredita-se que, com isso (preços estáveis), pode-se obter outros bons resultados macroeconômicos. Talvez pela sua simplicidade, tal regime tenha sido tão amplamente aceito. Entre outros, o regime de metas de inflação proporciona um elemento conceitual para a política monetária, que ajuda os *policy makers* a se comunicar com o público; e ainda serve como uma “âncora nominal” para a política monetária, defende seus proponentes. Falam-se muito nos benefícios da inflação baixa. Fala-se muito na necessidade de “âncora nominal”. Mas, nada é dito sobre a importância dos bancos centrais na estabilidade financeira, ou no equilíbrio do balanço de pagamentos.

Mas, o regime de metas de inflação (IT) realmente importa? Para Mishikin (1999:595), a performance dos regimes IT tem sido muito boa. Não somente a inflação caiu como também as expectativas inflacionárias se reduziram, muito além do que o que ocorreria na ausência de IT. King

(2002:2), olhando os dados da Inglaterra notou que com IT a inflação se reduziu assim como sua variabilidade. Notou também que a inflação tem sido pouco persistente no sentido de que choques inflacionários se dissipam mais rapidamente sob IT do que em outros países. De acordo com Bernanke (1999:288), entre seus benefícios, IT permitiu antecipar mais rapidamente os ganhos do processo deflacionário, além de ancorar expectativas do público e de ter dar um explícito plano para a direção da política monetária.

Geralmente, os economistas, nos anos 90, pareciam que encontraram definitivamente um *framework* apropriado para política monetária: o regime de metas de inflação. Afinal, IT resolve o problema da inconsistência dinâmica que produz inflação alta; reduz a variabilidade da inflação; se “flexível” pode estabilizar o produto (Svensson, 1997); e ainda ancora expectativas inflacionárias.

Em contraposição, Ball & Sheridan (2003) não encontram evidências de que IT melhora a performance macroeconômica medida pelo comportamento da inflação, do produto ou da taxa de juros. Assim, como não se sabe mesmo se um banco central pode dar tanto peso apenas em controle de inflação baixa, especialmente em um mundo tão financeiramente integrado, com tanta volatilidade em seus ativos financeiros. Nem se pode ter clareza sobre porque a política cambial perdeu tanta importância nestes modelos. Muito mais imperfeições do que se imagina domina nossa agenda de políticas macroeconômicas.

## A Ciência nas Crises

A crise financeira internacional, evidenciada a partir da crise no mercado imobiliário norte-americano, conhecida como a Crise de 2008, não parecia ter razões de existir em economias de mercado. Assim, acreditava-se cada vez mais na sabedoria convencional exposta por diversos economistas, muitos deles laureados com o Prêmio Nobel em Economia. Tudo indicava que os ciclos econômicos estariam razoavelmente domados e que as boas práticas monetárias e fiscais seriam suficientes para evitar um fenômeno similar à Grande Depressão dos anos 1930. Nesse contexto, bastava as

autoridades monetárias seguirem boas práticas de política econômica como uma meta de inflação e um único instrumento para tal, a taxa de juros. Preços de ativos financeiros e reais seriam complexos demais para uma autoridade monetária julgar quando haveria bolhas. “Exuberâncias irracionais” seriam punidas pelo próprio mercado, sem maiores efeitos sobre o “lado real” da economia. A Crise de 2008 mostrou outro lado dessa história.

Contudo, mesmo com muitos estudos sobre crises financeiras, o que a literatura econômica não consegue explicar, e o que realmente todos gostariam de saber, são os seguintes, entre outros. Primeiro, qual é o *timing* da crise financeira, ou seja, quando ela acontece e mesmo quanto tempo dura? O modelo de primeira geração de crise cambial tem sua resposta no limite mínimo de reservas cambiais e da taxa de câmbio sombra, mas isso é pouco para crises que geralmente acontecem para além de problemas de balanço de pagamentos. Por que essa crise foi tão surpreendente que quase ninguém, com raras exceções, foi capaz de antecipá-la, ou mesmo, quando de seu estouro, particularmente em agosto de 2007, com a crise do banco francês BNP Paribas, poucos conseguiram dizer algo sobre quão prolongada e severa ela seria?

Segundo, como as políticas econômicas atuam nas causas das crises, mesmo sendo supostamente tidas como boas políticas monetárias e fiscais, e como devem atuar para mitigar os efeitos das crises? Krugman (2009) mostra que esse debate já ocorre desde a Grande Depressão dos anos 1930, tida por muitos como uma “tragédia gratuita e desnecessária” devido aos erros de política fiscal de Herbert Hoover, preocupado com equilíbrio fiscal, e de política monetária, pois caso o Federal Reserve não tentasse defender o padrão-ouro e aumentasse a liquidez bancária, e a crise de 1929 não teria passado de uma simples recessão. Nos dias atuais, sob a Era Greenspan (1987-2006), a prosperidade econômica e o *boom* no mercado financeiro eram credenciados ao Oráculo do mundo, o Sr. Fed. Krugman (2009) discorda do peso dado ao papel de Allan Greenspan, e mostra que há avanços tecnológicos e aumentos significativos de produtividade na economia Norte-Americana e mundial e sobre isso “o chairman do Fed não tem nada a ver” (p. 147). Tudo indica que o Federal Reserve tem a ver com a Crise de 2008, muito mais do que com

o *boom* de 2002-2007; provavelmente, seu olhar sobre a inflação o fez perder de vista a bolha imobiliária. Se há erros na política monetária e fiscal que causaram a Crise de 2008, eles se devem muito mais a omissões e dificuldades de associar *liquidity glut* com *monetary strategies*, uma típica “sabedoria convencional”. Se o Fed não tivesse ignorado a sobrevalorização dos imóveis nos Estados Unidos, ao não aumentar a taxa de juros e afrouxar a fiscalização das instituições fornecedoras de crédito, talvez a crise de 2008 não tivesse a severidade que se observa.

Terceiro, até a Crise de 2008, os bancos centrais mundo afora triunfaram sobre regras simples de política econômica; mas, qual deve ser o novo arranjo de política econômica para depois da Crise de 2008? Para Mishikin (2009), é perigoso questionar se política monetária não é eficaz sob crise financeira, dado que quedas nas taxas básicas de juros não implicam em queda no custo do crédito. Afinal, o que aconteceria se o BC não reduzisse a taxa de juros? Contudo, o próprio FOMC, em sua na Ata da reunião de outubro de 2008, manifesta preocupação com a efetividade de cortes na taxa de juros, a *Federal Funds Rate*, e que outras políticas precisam ser adotadas para recuperar o crescimento econômico. Ademais, Krugman (2009) mostra que sob depressão econômica instrumentos usuais de política monetária perdem importância.

Quarto, os preços de ativos realmente importam para a execução de política econômica? Em Bernanke e Gertler (2001), os Bancos Centrais não devem responder a preços de ativos, exceto se tais preços afetarem as expectativas de inflação. Afinal, como regra de política, os preços de ativos têm uma importância desprezível para respostas da taxa de juros (entre 0 e 0,2), contra 1 a 3 para inflação esperada e de 0 a 2 para hiato do produto. Além do mais, é muito difícil identificar “bolhas especulativas”. Talvez o problema não está em controlar preços de ativos, mas em avaliar liquidez para além daquela gerada pelos bancos. Adrian e Shin (2008) mostram que estabilidade financeira importa para a política monetária. Afinal, mudanças repentinas na liquidez afetam o “lado real” da economia e, assim, a inflação. Isso pode ser de interesse de um Banco Central. Na verdade, *booms* de preços de ativos são atribuídos a excesso de liquidez no sistema financeiro. Mas, como efetivamente interpretar o excesso de liquidez para efeitos de política monetária? O que se sabe

é que durante *booms*, os bancos aumentam suas obrigações mais do que aumentam seus ativos, resultando em mais alavancagem, enquanto que durante recessões, os bancos reduzem suas obrigações mais do que seus ativos, resultando em menores alavancagens. Ou ainda, as obrigações (*liabilities*) são mais voláteis do que ativos (*assets*).

Por fim, o quanto o sistema financeiro deve ser regulado? A lição tirada da desregulamentação dos mercados financeiros tem sido bem mais severa do que qualquer cético possa prever. Desde lei promulgada em 1977, como a *Community Reinvestment Act*, que pode ter forçado os bancos a conceder empréstimos hipotecários a membros de minorias que ficaram inadimplentes, até a revogação parcial da *Glass-Steagall Act*, em 1999, que permite que os bancos comerciais realizem operações de bancos de investimento, há uma grande dúvida sobre a eficácia dos “livres mercados”. Mas, para Krugman (2009), esses argumentos carecem de mais explicações dado que não se vê muito sentido em que uma lei de três décadas atrás possa explicar a crise atual, ou mesmo o fato de que a crise não envolveu problemas com instituições desregulamentadas, mas instituições que, na verdade, nunca foram regulamentadas. Na essência, “Figuras influentes deveriam ter promulgado uma regra simples: qualquer coisa que faça o que os bancos fazem, qualquer coisa que precise ser socorrida nas crises da mesma maneira como os bancos, deve ser regulada como os bancos” (Krugman, 2009: 171). Afinal, a crise bancária entre 2007 e 2008 é a crise de não-bancos.

A Crise de 2008 não pertence a apenas um único modelo de crise, não é apenas simples crise bancária ou cambial, nem mesmo uma crise de falta de liquidez, ou crise de inadimplência. A Crise de 2008 é resultado de uma combinação de fatores que provavelmente não se repetirá tão cedo, e que, por isso mesmo, nos alerta para a próxima crise financeira. A Crise de 2008 é resultado de erros de política econômica em economias tidas como praticantes de boas políticas monetárias, erros dos mercados financeiros dificilmente eficientes, erros dos agentes econômicos que viveram sobre manias de títulos lastreados em hipotecas, ou seja, títulos garantidos por dívidas, ingenuamente confiantes em técnicas e métodos econométricos afinados para medir volatilidades e exposições a riscos.

Desde a crise de 1929, nos Estados Unidos, mas que se alastrou para o mundo, ou o período da década de 80 e 90, marcado por crises severas tanto cambiais quanto financeiras nos países em desenvolvimento, parecia que os Norte Americanos não acreditavam que seria possível uma nova instabilidade econômica profunda e prolongada. Afinal, “Quinze anos atrás, quase ninguém imaginava que países modernos seriam forçados a suportar recessões lancinantes, com medo de especuladores cambiais, e que as economias mais avançadas seriam capazes de gerar gastos suficientes para manter os níveis de ocupação dos trabalhadores e instalações. A economia mundial se revelou um lugar muito mais perigoso do que se supunha no passado.” (Krugman, 2009, 191).

## Referências bibliográficas

- Adrian, T. e Shin, H. S. 2008. Money, Liquidity, and Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no. 360*, January 2008.
- Aldrighi, D. 2004. *Algumas contribuições de Stiglitz à teoria dos mercados financeiros*. Encontro Nacional de Economia (ANPEC 2004). (mimeo).
- Arkelof, G. 2005. *The Missing Motivation in Macroeconomics*. Preliminary Draft: Presidential Address American Economic Association, Chicago, IL, January 7, 2007.
- Blanchard, O. 2008. “The State of Macro”. *NBER Working Paper No. 14259*, August 2008. National Bureau of Economic Research, Inc.
- Robert J. Barro, 1986. “Rules versus Discretion”. *NBER Working Papers 1473*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Barro, Robert J., 1981. “Intertemporal substitution and the business cycle” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Elsevier, vol. 14(1), pages 237-268, January.
- Blinder, Alan e Joseph Stiglitz. “Money, Credit Constraints and Economic Activity.” *American Economic Review*, 1983.
- Fama, Eugene. “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.” *Journal of Finance* 25: 383-417, 1970.

- Blinder, Alan e Joseph Stiglitz. “Money, Credit Constraints and Economic Activity.” *American Economic Review*, 1983.
- Greenwald, B., J. Stiglitz e A. M. Weiss. “Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations.” *American Economic Review* 74(2), May 1984.
- Greenwald, Bruce e Joseph Stiglitz. “Imperfect Information, Finance Constraints, and Business Fluctuations.” In *Finance Constraints, Expectations, and Macroeconomics*.
- Grossman, Sanford e Joseph Stiglitz. “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets.” *American Economic Review* 70(3): 393-408, June 1980.
- Juselius, Katarina et. al. 2009. “The Financial Crisis and the Systemic Failure of the Academics Profession” R. Kolb (ed.), *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*, Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.
- Kiyotaki, Nobuhiro e John Moore. “Credit Cycles”. *The Journal of Political Economy*. 105 (2), 211-248. April 1997.
- Krugman, P. 2009. *A Crise de 2008 e a Economia da Depressão*. Rio de Janeiro, Ed. Campus.
- Lucas, Robert E, Jr, 1980. “Methods and Problems in Business Cycle Theory”. *Journal of Money, Credit and Banking*, Blackwell Publishing, vol. 12(4), pages 696-715, November.
- Mishkin, F. S. 1992. Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective. *Journal of Economic Perspectives*, v. 6, n. 1, pp. 133-53.
- Mishkin, F. S. 2001. Financial policies and prevention of financial crisis in emerging market countries. *NBER Working Paper*, n. 8087, 2001.
- Mishkin, F. S. 2009. Is monetary policy effective during the crisis? *NBER Working Paper*, no. 14.678, 2009.
- Modigliani, Franco e Merton Miller. “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment.” *American Economic Review* 48: 261-97, 1958.

Stiglitz, J. e A. Weiss. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *American Economic Review* 71(3): 393-410, 1981.

Stiglitz, Joseph. "A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem." *American Economic Review* 59(5): 784-93, December 1969.

Stephen Cecchetti. Crisis and Responses: the federal reserve and the financial crisis of 2007-2008. Texto para discussão NBER 14134.

Stijn Claessens et al. 2008. What happens during recessions, crunches, and busts? *IMF Working Paper*, august 2008.

Charles Calomiris. 2008. *The subprime turmoil: what's old, what's new, and what's next.* (mimeo).