



## Universidades Lusíada

Vale, Sofia

### O estado da macroeconomia hoje : o consenso após a síntese de sínteses

<http://hdl.handle.net/11067/5603>

<https://doi.org/10.34628/wp68-z384>

#### Metadados

**Data de Publicação**

2020

**Resumo**

A macroeconomia moderna assenta num consenso em torno de um modelo Novo Keynesiano com três equações, uma IS, uma curva de Phillips e uma regra de política monetária. A concordância em torno destas funções foi marcada por um caminho sinuoso feito de debates e sínteses e contextualizado por acontecimentos económicos marcantes. Este trabalho apresenta e discute os principais contributos de diferentes autores, ao longo dos últimos 90 anos, para a definição do núcleo duro da disciplina....

Modern macroeconomics settles on a consensus about a New Keynesian model with three equations, the IS, the Phillips curve and a monetary policy rule. The agreement about these functions was the result of a winding path made up of discussions and syntheses and marked by significant economic events. This paper presents and discusses the main contributions of different authors, over the past 90 years, to the definition of macroeconomics core....

**Palavras Chave**

Macroeconomia, Economia Keynesiana

**Tipo**

article

**Revisão de Pares**

yes

**Coleções**

[ULL-FCEE] LEE, n. 28 (2020)

Esta página foi gerada automaticamente em 2025-05-17T10:39:46Z com informação proveniente do Repositório

**O ESTADO DA MACROECONOMIA HOJE:  
O CONSENSO APÓS A SÍNTESE DE SÍNTESES**

**Sofia Vale**

Professora auxiliar do ISCTE-IUL

<https://doi.org/10.34628/wp68-z384>

**Resumo:** A macroeconomia moderna assenta num consenso em torno de um modelo Novo Keynesiano com três equações, uma IS, uma curva de Phillips e uma regra de política monetária. A concordância em torno destas funções foi marcada por um caminho sinuoso feito de debates e sínteses e contextualizado por acontecimentos económicos marcantes. Este trabalho apresenta e discute os principais contributos de diferentes autores, ao longo dos últimos 90 anos, para a definição do núcleo duro da disciplina.

**Palavras-chave:** Keynes; Macroeconomia; Síntese neoclássica; Modelo novo keynesiano.

**JEL codes:** B22, E10

**Abstract:** Modern macroeconomics settles on a consensus about a New Keynesian model with three equations, the IS, the Phillips curve and a monetary policy rule. The agreement about these functions was the result of a winding path made up of discussions and syntheses and marked by significant economic events. This paper presents and discusses the main contributions of different authors, over the past 90 years, to the definition of macroeconomics core.

**Keywords:** Keynes; Macroeconomics; Neoclassical synthesis; New keynesian model.

**JEL codes:** B22, E10

*"(...) after the explosion (...) of the field in the 1970s, there has been enormous progress and substantial convergence. For a while (...) the field looked like a battlefield. (...) Over time however, largely because facts have a way of not going away, a largely shared vision both of fluctuations and of methodology has emerged. Not everything is fine. Like all revolutions, this one has come with the destruction of some knowledge, and suffers from extremism, herding, and fashion. But none of this is deadly. The state of macro is good." (Blanchard, 2008: 2)*

*"It was tempting for macroeconomists and policymakers alike to take much of the credit for the steady decrease in cyclical fluctuations from the early 1980s on and to conclude that we knew how to conduct macroeconomic policy. We did not resist temptation. The crisis clearly forces us to question our earlier assessment." (Blanchard, Dell'Ariccia & Mauro, 2010: 199)*

*"(...) we need different types of macromodels. One type is not better than the others. They are needed, and indeed they should all interact." (Blanchard, 2018:44)*

## 1. Introdução

No início de um curso de macroeconomia, é habitual apresentar a definição desta subárea disciplinar como o estudo da economia como um todo, dos seus grandes agregados – o PIB, a inflação e o desemprego, bem como das políticas económicas que os afetam. Se esta definição é relativamente transversal a todas as abordagens, a verdade é que um longo caminho foi percorrido desde a fundação da disciplina por John Maynard Keynes, na década de 1930, tendo a sua evolução sido marcada por contradições e posteriores consensos. Destes campos de batalha terá resultado a definição daquele que é hoje o seu núcleo duro e que é hoje lecionado, com diferentes graus de aprofundamento, na academia, bem como objeto de investigação com repercussão na política económica. A macroeconomia moderna estrutura-se em torno de um modelo Novo Keynesiano com 3-equações: a IS, para apresentar o equilíbrio do mercado de bens e serviços; a curva de Phillips que representa o lado da oferta agregada; e uma regra de política monetária, a possível política económica (Carlin e Soskice, 2005).

Uma característica que marca a construção da área sub-disciplinar em análise é o reclamar por cada nova corrente de ter procedido à síntese daquele que era o estado da arte anterior na matéria. Este procedimento, por um lado, tem contribuído para debates acesos entre economistas, conduzindo à transformação e adaptação da disciplina em função do contexto histórico-económico, e por outro tem permitido de forma relativamente subtil a imposição de uma corrente dominante. Este artigo propõe-se fazer uma breve reflexão sobre os aspetos fundamentais da evolução e construção do paradigma dominante da macroeconomia.

## 2. A fundação da macroeconomia

A macroeconomia moderna nasce com John Maynard Keynes na década de 30 do século passado, em rotura com aquela que era até então a análise tradicional em economia. Esta rutura é maioritariamente gerada por fatores externos à disciplina, nomeadamente a crise económica que causou níveis elevados de desemprego e baixo nível do produto, problemas que exigiam uma resposta imediata e para os quais a escola clássica não apresentava soluções, tratando o desemprego como voluntário e de efeito temporário.

As ideias de Keynes têm a oportunidade de ser testadas *avant la lettre*, numa tentativa de reparar as dificuldades reais das economias (à época) avançadas, causadas pela Grande Depressão. Serão aplicadas nos EUA no contexto do *New Deal* de Roosevelt (que terá seguido o projeto desenhado por Marriner S. Eccles) e a evolução desta disciplina, na forma de corrente dominante, ficará até hoje ligada ao mundo anglo-saxónico. A génese da macroeconomia irá balizar duas

das suas principais características: a primeira, a sua edificação ser extremamente permeável ao contexto histórico-económico e a sua evolução ser maleável aos acontecimentos que marcam, em particular, as economias ocidentais; e a segunda, ser moldada pelos efeitos da política macroeconómica que implicitamente vai servindo de teste a correntes teóricas que se opõem. Cada crise altera a disciplina de macroeconomia e a política macroeconómica, uma singularidade que a torna relativamente dinâmica, mas que leva a que cada nova abordagem se arrogue o papel de síntese da anterior.

Com Keynes (1936) regista-se um forte abanão no edifício neoclássico. Dos que viriam a marcar de forma mais vincada a corrente keynesiana que se seguiria, destacam-se a ideia de que os preços são fixos ou viscosos (*sticky*) no curto prazo e, como tal, os mercados não estão sempre em equilíbrio, e os ajustamentos fazem-se pelas quantidades e não pelos preços. Duas variáveis preocupam Keynes em particular: o desemprego, encarado como um ajustamento pelas quantidades no mercado de trabalho; e, a poupança, que as famílias aumentam em fase de recessão, contribuindo para o seu agravamento. Para Keynes, ambos os problemas poderiam ser solucionados através do aumento do nível de despesa pública que contrariaria a quebra do consumo e provocaria o aumento da procura agregada incentivando as empresas a produzirem mais e a contratarem trabalhadores para tal. A análise económica transfere-se da oferta agregada para a procura agregada e o curto prazo assume um papel central, tornando-se o objeto da política macroeconómica. Os desequilíbrios cíclicos e de curto prazo da economia, preços que não se ajustam, o papel do Estado e compreender o desemprego involuntário, fazem atualmente parte de qualquer programa *mainstream* de macroeconomia.

### 3. A síntese neoclássica e os neokeynesianos

O sucesso da receita keynesiana na resposta à Grande Depressão forçou a escola clássica a aceitar esta análise, o que aconteceu durante as décadas de 1950 e 1960. A corrente clássica procurou enclausurar a análise keynesiana nos princípios da sua análise, nomeadamente de equilíbrio geral, surgindo a designada *síntese neoclássica* (Hicks, 1937, Modigliani, 1944). O novo modelo IS-LM era centrado na análise de dois grandes mercados agregados do lado da procura agregada – os mercados de bens e serviços e monetário, aos quais se juntou posteriormente o mercado de trabalho, o único fator produtivo ajustável no curto prazo e que representaria o lado da oferta agregada. Samuelson (1947), mais tarde prémio Nobel, é à época um dos grandes defensores e difusores destas ideias. A análise assumia como variáveis endógenas o produto (ou rendimento) nominal e a taxa de juro nominal num sistema de equações que representava o

equilíbrio no mercado de bens e serviços e o equilíbrio no mercado monetário. Privilegiava-se o lado da procura agregada e enfatizavam-se os efeitos sobre a mesma da política orçamental e fiscal, atribuindo aos governos um papel ativo de estabilização da atividade económica. Por efeito multiplicador (keynesiano), uma expansão unitária da despesa geraria uma variação superior à unidade do produto, permitindo ainda gerar parte da receita necessária para equilibrar as contas públicas, num resultado de estabilizador automático. Todo este raciocínio aprovava a intervenção do Estado na economia. Do lado do mercado monetário, o protagonismo era dado à procura de moeda sendo esta função do rendimento nominal e da taxa de juro nominal. Através do equilíbrio conjunto nos dois mercados foi introduzido o conceito de mecanismo de transmissão monetária – uma redução da oferta de moeda faria subir as taxas de juro, afetando as variáveis reais da economia, em particular o investimento.

Em paralelo, desenvolve-se o modelo procura agregada e oferta agregada (AD/AS) onde as variáveis endógenas são o produto real e o nível de preços. A procura agregada (AD) seria determinada por equilíbrios simultâneos nos mercados de bens e serviços e monetário, obtidos para diferentes níveis de preços e representava a quantidade total de produto real procurado na economia para cada nível geral de preços, tendo inclinação negativa. A oferta agregada (AS) refletia o produto real produzido e oferecido numa economia para cada nível geral de preços. A sua configuração era menos consensual, alternando entre ser horizontal na versão keynesiana pura com ajustamento pelas quantidades, ou ser positivamente inclinada ou vertical, nas versões clássica, respetivamente, de curto e longo prazos. A versão clássica distinguiria o período em que os preços dos bens se ajustam, sem que o mesmo ocorra com o preço dos fatores produtivos – o curto prazo, do período em que todos os preços se ajustam e a economia produz ao seu nível potencial – a definição de longo prazo. O modelo é hoje transversalmente ensinado em macroeconomia, enfatizando-se a distinção entre produto efetivo e produto potencial.

Este é também um período rico do ponto de vista matemático e estatístico, o que dá origem ao desenvolvimento da econometria e ao surgimento de um modelo econométrico para os EUA (Klein & Goldberger, 1955), que viria a abrir espaço para a refutação empírica das teorias vigentes e introduziria a previsão e a simulação dos efeitos da política económica. Neste contexto, Phillips (1958) conclui pela existência de uma relação empírica negativa entre a variação dos salários nominais e a taxa de desemprego no Reino Unido, entre 1861 e 1913. A lacuna do modelo IS-LM na análise do mercado de trabalho e a ideia que se afirmava na época de que a inflação era causada pelos custos, levou à introdução da curva de Phillips tradicional na análise neokeynesiana. Lipsey (1960) transformaria esta curva ao introduzir o conceito de desemprego friccional que permitia admitir um valor positivo para o desemprego de pleno-emprego e, portanto, desemprego

numa economia em equilíbrio de longo-prazo. O desemprego total corresponderia à soma de desemprego involuntário com desemprego friccional e poderia estar abaixo ou acima do desemprego natural. Simultaneamente, os salários da curva de Phillips original são substituídos por preços. Com um enquadramento teórico sustentado nos resultados de um estudo empírico, passou-se a aceitar a ideia de que um aumento da procura agregada levaria à diminuição do desemprego e à subida da inflação e a política económica passaria a ser desenhada de acordo com este *trade-off*. Com todas as limitações que o modelo IS-LM combinado com a curva de Phillips pudesse ter, representou um primeiro consenso na macroeconomia, permanecendo em muitos manuais de nível intermédio e sendo recorrentemente reabilitado por macroeconomistas como King (2000) e Krugman (2000, 2018) que realçam a sua simplicidade e poder explicativo.

### 3.1. Economia aberta

A referência ao modelo nekeynesiano não fica completa sem uma alusão à incorporação no mesmo das consequências macroeconómica da abertura ao exterior. Nos anos de 1960, sob a égide do FMI e com a intensificação da troca mundial e dos movimentos internacionais de capitais, o modelo é alargado para incluir o equilíbrio do mercado cambial (a função BP) na versão de Mundell-Fleming (Fleming, 1962; Mundell, 1963). Passa-se a considerar os efeitos sobre uma economia de adotar câmbios fixos ou câmbios flexíveis, essencialmente em contexto de mobilidade imperfeita de capitais, refletindo as preocupações da época com o aumento das relações entre países e com a criação de um sistema de pagamentos internacionais. Supostamente, a versão IS-LM-BP permitiria analisar os impactos da globalização sobre o equilíbrio macroeconómico, abrangendo diferentes cenários para economias abertas, nomeadamente os casos de pequenas economias abertas como a economia portuguesa.

## 4. Friedman e os monetaristas

A partir dos anos 1950, mas em grande força na década de 1960, cresce a corrente monetarista, encabeçada por Milton Friedman, crítico acérrimo do consenso nekeynesiano. Friedman recupera a teoria quantitativa de moeda dos clássicos, que identifica com uma teoria da procura de moeda que dependeria apenas do produto nominal e com velocidade de circulação da moeda constante. Daqui conclui que as alterações nos preços serão causadas por alterações na oferta de moeda (*a inflação é sempre um fenómeno monetário*) e defende uma regra para a criação monetária, nomeadamente, seguir uma taxa de crescimento constante, dada pelo crescimento do produto potencial. O autor critica a política económica,

repudiando o uso da política orçamental e dando primazia à política monetária, mas pretendendo limitar o poder discricionário dos bancos centrais através da regra de política monetária. Os efeitos que a moeda teria na economia seriam apenas de curto prazo, estimulando a procura agregada, enquanto no longo prazo os seus efeitos seriam nominais, a ideia de *neutralidade da moeda* ou dicotomia clássica. Tal como os clássicos, para Friedman importa entender as condições que determinam o produto potencial, isto é, o longo prazo. Os monetaristas retomam a equação de Fisher (1930), considerando importante analisar a diferença entre taxas de juro nominais e taxas de juro reais, estas últimas representando para eles o verdadeiro custo da moeda. Esta distinção tem sido atualmente retomada para discutir os limites da política monetária em contexto de *zero lower bound*.

Um argumento adicional para rejeitar o uso das políticas macroeconómicas é a ideia de que há *lags*, quer na sua implantação, quer na resposta da economia às políticas, sendo estes *lags* maiores para a política orçamental. Os lags podem ter efeitos desestabilizadores sobre a economia por levarem a que as políticas só produzam efeito quando se tiverem alterado as condições iniciais que as justificaram. Os monetaristas são bastante críticos das políticas de estabilização, enfatizando os seus aspetos negativos como, por exemplo, os efeitos *crowding-out* da despesa pública sobre o investimento, ou a ideia de que o Estado utiliza recursos que são escassos e que ao fazê-lo prejudica a economia. Declaram-se não ativistas em matéria de política e formalizam um mecanismo de autocorreção da economia que a conduzirá para o equilíbrio de longo prazo (recuperando ideias dos clássicos) e no qual a taxa natural de desemprego, introduzida nos finais dos anos 1960, é uma peça central. Na sequência destas discussões, o modelo AD/AS começaria a assumir-se como o modelo de referência no ensino da macroeconomia.

Esta corrente só seria verdadeiramente influente na década de 1970 após uma sucessão de acontecimentos negativos, como o fim do sistema de Bretton-Woods e a crise petrolífera, que provocaram uma mudança significativa no cenário macroeconómico. A coexistência de inflação e desemprego, designada por estagflação, desacredita a curva de Phillips e a análise keynesiana em geral. A curva de Phillips aumentada pelas expectativas (Phelps, 1968; Friedman, 1968) afirma-se como caso mais geral e passa-se a defender a estabilização da economia ao nível da sua taxa de desemprego natural, como forma a permitir não acelerar a inflação. A ideia de que no longo prazo não há *trade-off* entre inflação e desemprego vem coartar o papel das políticas (expansionistas) orçamental e monetária e avisar para os perigos inflacionistas das mesmas, enquanto retoma a análise do lado da oferta agregada. A curva de Phillips aumentada pelas expectativas e a sua *non-accelerating inflation rate of unemployment* (NAIRU) subsiste nos manuais de macroeconomia, embora ampliada por choques de oferta para permitir retratar os problemas vividos nas décadas de 1970 e 1980.

## 5. Os novos clássicos

A década de 1970 é um período de profunda transformação do referencial macroeconómico tradicional. Friedman é um dos grandes expoentes desta mudança, ao advogar mercados livres e um papel menor para a intervenção do Estado na economia. Os bancos centrais adotam o controlo da oferta de moeda e a política monetária torna-se a política de estabilização macroeconómica.

No mesmo período, Lucas (1972) critica a ideia de que os agentes tomam decisões apenas com base em informação do passado e defende que agentes otimizadores são capazes de antecipar os efeitos das alterações anunciadas de política. Os agentes tomam decisões informadas que lhes permitem não errar sistematicamente. Os impactos das políticas orçamental e monetária são neutralizados por efeito das expectativas de agentes racionais e *forward-looking*, ao mesmo tempo que a política de estabilização tem o efeito de desacelerar o crescimento a longo prazo. Nesta linha de raciocínio, Sargent & Wallace (1975) acrescentam que a política só terá efeitos na economia se não for antecipada. O modelo IS-LM é criticado por ser *ad hoc* e não considerar fundamentos microeconómicos na explicação dos grandes agregados macroeconómicos (Stiglitz, 2001) e deverá ser substituído. Os agentes passam a ser representativos e o todo uma mera soma das partes, ao mesmo tempo que se encontram novos veículos de crítica à política económica como, por exemplo, o conceito de equivalência ricardiana (Barro, 1974), de hipóteses contestáveis, usado para demonstrar a ineficiência da política orçamental.

A análise passa a ser centrada do lado da oferta agregada, mesmo para explicar oscilações cíclicas da economia como na análise *real business cycle* de Kydland & Prescott (1982) e de King, Plosser & Rebelo (1988) onde o ciclo económico real é o resultado de choques reais (tecnológicos) sobre a oferta. As análises com fundamentos microeconómicos mantêm-se nos manuais de macroeconomia, sendo normalmente remetidas para os seus capítulos finais, enquanto os choques tecnológicos são tratados como a principal causa dos choques permanentes sobre a oferta.

## 6. Os novos keynesianos

Nos anos 1980, um conjunto de autores de cariz keynesiana responderam às críticas apontadas pelos novos clássicos. Em jeito de nova síntese, adotaram os fundamentos microeconómicos e as expectativas *forward-looking* e construíram modelos com imperfeições ou falhas de mercado tais como *menu costs* (Sheshinski & Weiss, 1977; Akerloff & Yellen, 1985; Blanchard & Kiyotaki, 1987), *rigidezes* reais (Ball & Romer, 1990), falhas de coordenação (Cooper & John, 1988), profe-

cias que se auto-realizam (Azariadis, 1981), falhas do mercado de trabalho como na teoria dos salários eficientes (Shapiro & Stiglitz, 1984), ou comportamentos *insider-outsider* (Blanchard & Summers, 1986). Nestas análises, como nos clássicos, a oferta agregada é importante, e como nos monetaristas o papel da política monetária é central, no entanto, defende-se a necessidade de políticas ativas de estabilização do lado da procura agregada para conduzir a economia para o seu produto potencial.

O consenso gerado por esta corrente assume expressão numa larga família de modelos dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE) de uso muito comum nos bancos centrais (como o modelo PESSOA - Portuguese Economy Structural Small Open Analytical, do Banco de Portugal) e alimentados por métodos computacionais cada vez mais potentes. A década de 1990 assiste à proliferação dos modelos DSGE que têm por base os modelos de ciclo económico real (RBC) e que são modelos neo-walrasianos de equilíbrio geral com vários mercados, onde se destacam o de bens e serviços, o de trabalho e o de capital, e nos quais se introduzem *rigidezes* nominais como preços viscosos, ou *à Calvo* (1983). O elemento estocástico são choques sobre a economia e as políticas macroeconómicas, em particular a monetária, são reforçadas, assumindo um papel de estabilização. Pela sua estrutura, são por vezes classificados como uma nova síntese neoclássica.

A regra de Taylor (1993) é talvez um dos elementos mais representativos da nova síntese, cerceando o comportamento discricionário das autoridades monetárias, tal como preconizado por Friedman, e fazendo-o com base nas variáveis centrais da análise macroeconómica - a taxa de juro (a variável endógena da política), a inflação e o produto, e, portanto, implicitamente o desemprego. Nesta regra, a taxa de juro nominal corresponde à soma da taxa de juro real de equilíbrio com a taxa de inflação, retomando a equação de Fisher (1930), e a sua manipulação responde ao hiato do produto (*output gap*) e ao hiato da inflação efetiva face a um objetivo de inflação definido pelo banco central. Assume-se que a economia oscila em torno de uma tendência de longo prazo, um produto potencial, que tem correspondência numa taxa de desemprego natural, ao mesmo tempo que a inflação tem um nível ótimo, implicitamente aquela que ocorre quando o desemprego está ao nível da sua taxa natural e que acompanha o crescimento do produto potencial. Simultaneamente, preconiza-se a independência do banco central, condicionada por uma regra de forma a retirar-lhe poder discricionário. Em conjunto, estas hipóteses expressam bem o consenso que se estabeleceu entre o *status quo* da macroeconomia. O único elemento discricionário do banco central é o peso que atribuirá ao controlo do hiato do produto versus hiato da inflação, muitas vezes resolvido atribuindo ponderadores iguais aos dois objetivos. Na sua aplicação prática, a regra de Taylor transformou-se numa regra de controlo da inflação, variável que se tornou o objetivo da política de estabilização, essen-

cialmente monetária.

São três as equações dos modelos DSGE (Clarida, Gali & Gertler, 2000), que hoje definem o *core* da macroeconomia: a regra de Taylor, a nova curva de Phillips keynesiana (Roberts, 1995) que relaciona a inflação com o produto corrente e com expectativas *forward-looking* para a inflação; e, uma versão dinâmica da IS que resulta de decisões consumo-poupança dos agentes e que é também *forward-looking*.

No início do novo milénio, existia um consenso relativo à predominância do modelo novo keynesiano, assim designado porque, apesar de preconizar a rejeição da política orçamental e fiscal discricionária, ainda aceitar que esta poderia ser útil para resolver situações recessivas (Blanchard, Dell’Ariccia & Mauro, 2010). Os períodos de consenso têm resultado de contextos histórico-económicos que não invalidam o modelo teórico vigente. Nesta fase, a validação empírica resultava da Grande Moderação (Stock & Watson, 2002), isto é, a constatação de que nos EUA, entre 1987-2007, se teria verificado uma redução da volatilidade do ciclo económico real e da inflação. Isto corroborou o uso de modelos DGSE como base da análise macroeconómica, ao mesmo tempo que contribuiu para acreditar no papel estabilizador da política monetária conduzida por um banco central independente.

## 7. A crise de 2007-2008

Um misto de economia keynesiana, monetarismo e novos clássicos, influenciava o consenso macroeconómico quando a crise económica e financeira irrompeu em 2007 nos EUA, obrigando a repensar o entendimento que tinha levado Blanchard (2008) a afirmar que tudo estava bem com o modelo de análise macroeconómica. A política orçamental de resposta à recessão económica, inclusivamente sob a forma de estabilizadores automáticos, resultou num forte endividamento dos Estado soberanos, enquanto a política monetária se revelou ineficaz para debelar os problemas gerados pela crise. O período anterior, de obsessão com o controlo da inflação e suas expectativas, teria levado à fixação das taxas de juro nominais em valores muito baixos, tendo por um lado contribuído para o endividamento elevado das economias e, por outro, retirado margem de manobra à política monetária.

O modelo dominante passou a ser questionado, tendo sido identificado um conjunto de questões que teriam que ser revistas, a saber: a estabilização da inflação não era suficiente para um bom desempenho da economia; a inflação a níveis baixos dificultava a condução da política monetária em situações deflacionistas; a intermediação financeira tinha consequências de desestabilização macroeconómica; a política orçamental e fiscal contra-cíclica era necessária para estabilizar

o produto; a regulação tinha efeitos macroeconómicos disruptivos; e, a moderação tinha conduzido à perda de capacidade de lidar com choques (Blanchard, Dell’Ariccia & Mauro, 2010). Procurou-se introduzir na reflexão, quer estas questões, quer os obstáculos encontrados no pós-crise, tais como as situações de *armadilha da liquidez* (*zero lower bound*), o inevitável papel dos instrumentos da política monetária não convencional, ou as não linearidades dos efeitos das políticas macroeconómicas e sua dependência das fases do ciclo económico, patente na discussão sobre a dimensão dos multiplicadores fiscais (Auerbach & Gorodnichenko, 2012; Blanchard & Leigh, 2013).

As últimas grandes reflexões datam de 2018, assinalando 10 anos da eclosão da crise, estando publicadas, quer num número especial da *Oxford Review of Economic Policy* organizado por Vines & Wills (2018), quer no *Symposia Macroeconomics a Decade after the Great Recession* organizado pelo *Journal of Economic Perspectives* (2018). As respostas ao repto sobre o futuro da macroeconomia foram muitas e diversas, embora frequentemente os autores se tenham refugiado em introduzir pequenas reparações nos seus modelos como, por exemplo, considerar agentes heterogéneos, ou introduzir fricções nos mercados financeiros. Algumas das ideias destacadas nestas discussões foram, entre outras: o papel dos mercados financeiros e da oscilação do preço dos ativos na economia; o perigo da inflação muito baixa no ajustamento em *zero lower bound*; a necessidade de considerar questões da economia comportamental na explicação do consumo; a introdução de *inputs* de outras áreas das ciências sociais; ou, a possibilidade dos modelos virem a ser novamente mais *ad hoc*. A reabilitação de um papel mais ativo para o Estado é uma das curiosidades recentes, preconizando-se o aumento da despesa em investimento público, retomando a preocupação keynesiana de contrariar o excesso de poupança (*savings glut*) que ocorre durante os períodos recessivos e que o Estado pode inverter. É também interessante relevar a preocupação do Bank of England [McLeay, Radia & Thomas (2014)] em retratar a criação de moeda com um processo em que esta é endógena e maioritariamente o resultado das ações das relações entre os bancos comerciais e os agentes económicos que procuram crédito.

## 8. Conclusão: A caminho de uma nova síntese?

Na sequência da crise de 2008-2009 e das novas exigências que se colocaram no plano da intervenção dos governos e dos bancos centrais, começou a desenhar-se uma nova síntese, dando sequência à tradição de evolução da macroeconomia.

O consenso permanece em torno das três equações do modelo novo-keynesiano. A combinação IS-regra de política monetária que define a procura agrega-

da e a curva de Phillips nova-keynesiana que representa a oferta agregada são a base da análise. Do seu equilíbrio deverá resultar uma taxa de inflação, o objeto da política de estabilização.

A referência central é a oferta agregada de longo prazo, representando o produto potencial – o elemento gravítico em relação ao qual a economia oscila em resultado de choques exógenos, mas ao qual deve impreterivelmente regressar, sendo permitido à política económica de estabilização o papel de eliminar o hiato do produto. A nova curva de Phillips assume o papel de mecanismo de ajustamento, por intermédio dos custos salariais. Do lado da procura agregada, a regra de política monetária controla a taxa de juro em função de objetivos de pleno-emprego e de inflação (regra de Taylor) e o mercado de bens e serviços tem o seu equilíbrio representado pela função IS. Neste contexto, a equação de Fisher estabelece a ponte entre o objetivo de taxa de juro real do banco central e a sua capacidade de controlar apenas a taxa de juro nominal. Para analisar a situação atual, é ainda necessário considerar o efeito de fricções nos mercados financeiros, as situações de armadilha da liquidez com taxa de juro nominal nula e a política monetária não convencional. Por último, importa considerar o papel da política orçamental em contexto de esgotamento da política monetária e as limitações impostas pelo défice e dívida públicos.

É cedo, no entanto, para se ter certezas relativamente à afirmação desta nova síntese. A nova crise em que a economia global mergulhou, na sequência da pandemia da Covid 19, veio criar novos desafios relativamente à compreensão do funcionamento das economias e da sua capacidade de resposta aos problemas atuais da recuperação económica. A relação entre os ajustamentos espontâneos e a intervenção do Estado volta a colocar-se, bem como as restrições da política orçamental ou as limitações da política monetária, incluindo o papel do banco central.

Como aconteceu no passado, as novas tendências desenhar-se-ão primeiramente numa dimensão pragmática, de resposta aos problemas. Só depois ganharão forma sistematizada e coerente. Também como antes, não é garantido que a racionalização que se fizer *a posteriori* e a nova síntese que daí resultar, seja a imagem direta e perfeita do que se vier a passar no processo de recuperação da economia mundial e das economias nacionais, que se advinha longo e complexo. Como disse Keynes, referindo-se ao comportamento dos economistas, a dificuldade não está na adesão às novas ideias, mas na capacidade de se libertarem das antigas. E aquilo que se vier a passar nos próximos tempos vai permitir pôr à prova, seguramente, o significado desta afirmação.

## Referências bibliográficas

2018. "Front Matter." *Journal of Economic Perspectives*, 32 (3): 1-2.
- AKERLOF, G.A. & YELLEN, J.L. (1985). A near-rational model of the business cycle, with wage and price inertia. *The Quarterly Journal of Economics*, 100(Supplement), 823-838.
- AUERBACH, A.J. & GORODNICHENKO, Y. (2012). Fiscal multipliers in recession and expansion. In *Fiscal policy after the financial crisis* (pp. 63-98). University of Chicago Press.
- AZARIADIS, C. (1981). Self-fulfilling prophecies. *Journal of Economic Theory*, 25(3), 380-396.
- BALL, L. & ROMER, D. (1990). Real rigidities and the non-neutrality of money. *The Review of Economic Studies*, 57(2), 183-203.
- BARRO, R.J. (1974). Are government bonds net wealth? *Journal of political economy*, 82(6), 1095-1117.
- BLANCHARD, O.J. & KIYOTAKI, N. (1987). Monopolistic competition and the effects of aggregate demand. *The American Economic Review*, 647-666.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G. & MAURO, P. (2010). Rethinking macroeconomic policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 199-215.
- BLANCHARD, O.J. & LEIGH, D. (2013). Growth forecast errors and fiscal multipliers. *American Economic Review*, 103(3), 117-20.
- BLANCHARD, O.J. & SUMMERS, L.H. (1986). Hysteresis in unemployment (No. w2035). National Bureau of Economic Research.
- BLANCHARD, O. (2008). The state of macro NBER Working Papers 14259. (Blanchard, 2018)
- CABALLERO, R.J., 2010."Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-of-Knowledge Syndrome. *Journal of Economic Perspectives*, 24 (4), 85-102.
- CALVO, G.A. (1983). Staggered prices in a utility-maximizing framework. *Journal of monetary Economics*, 12(3), 383-398.
- CARLIN, W. & SOSKICE, D. (2005). The 3-equation New Keynesian Model a graphical exposition. *The BE Journal of Macroeconomics*, 5(1).
- CLARIDA, R.; GALI, J. & GERTLER, M. (2000). Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory. *The Quarterly journal of economics*, 115(1), 147-180.
- COOPER, R. & JOHN, A. (1988). Coordinating coordination failures in Keynesian models. *The Quarterly Journal of Economics*, 103(3), 441-463.
- FISHER, I. (1930). *Theory of interest: as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*. Augustusm Kelly Publishers, Clifton.
- FLEMING, J.M. (1962). Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *Staff Papers*, 9(3), 369-380.

- MILTON, F. (1968). The role of monetary policy. *American economic review*, 58(1), 1-17.
- HICKS, J.R. (1937). Mr. Keynes and the "classics"; a suggested interpretation. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 147-159.
- KEYNES, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London, 1936).
- KING, R.G.; PLOSSER, C.I. & REBELO, S.T. (1988). Production, growth and business cycles. *Journal of monetary Economics*, 21(2/3), 196-232.
- KING, R.G. (2000). The new IS-LM model: language, logic, and limits. *FRB Richmond Economic Quarterly*, 86(3), 45-104.
- KLEIN, L.R. & GOLDBERGER, A. S. (1955). *Econometric model of the United States, 1929-1952*.
- KRUGMAN, P. (2000). How complicated does the model have to be?. *Oxford Review of Economic Policy*, 16(4), 33-42.
- KRUGMAN, P. (2018). Good enough for government work? *Macroeconomics since the crisis. Oxford Review of Economic Policy*, 34(1-2), 156-168.
- KYDLAND, F.E. & PRESCOTT, E.C. (1982). Time to build and aggregate fluctuations. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1345-1370.
- LIPSEY, R.G. (1960). The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1862-1957: a further analysis. *Economica*, 1-31.
- LUCAS JR, R.E. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of economic theory*, 4(2), 103-124.
- MCLEAY, M.; RADIA, A. & THOMAS, R. (2014). Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1.
- Mishkin, F. S. (2014). 2nd Ed. *Macroeconomics: Policy and Practice* (Pearson Series in Economics). Prentice Hall.
- MODIGLIANI, F. (1944). Liquidity preference and the theory of interest and money. *Econometrica, Journal of the Econometric Society*, 45-88.
- MUNDELL, R.A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de economiques et science politique*, 29(4), 475-485.
- PHELPS, E.S. (1968). Money-wage dynamics and labor-market equilibrium. *Journal of political economy*, 76(4, Part 2), 678-711.
- PHILLIPS, Alban W. "The relation between unemployment and the Rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957 1." *Economica* 25.100 (1958): 283-299.
- ROBERTS, J.M. (1995). New Keynesian economics and the Phillips curve. *Journal of money, credit and banking*, 27(4), 975-984.
- SAMUELSON, P.A. (1947). *Economic foundations of economic analysis*.
- SARGENT, T.J. & WALLACE, N. (1975). "Rational" expectations, the optimal

- monetary instrument, and the optimal money supply rule. *Journal of political economy*, 83(2), 241-254.
- SHAPIRO, C. & STIGLITZ, J.E. (1984). Equilibrium unemployment as a worker discipline device. *The American Economic Review*, 74(3), 433-444.
- SHESHINSKI, E. & WEISS, Y. (1977). Inflation and costs of price adjustment. *The Review of Economic Studies*, 44(2), 287-303.
- STIGLITZ, J.E. (2001). Information and the change in the paradigm in economics, Nobel Prize Lecture. Columbia Business School, Columbia University.
- STOCK, J.H. & WATSON, M.W. (2002). Has the business cycle changed and why?. *NBER macroeconomics annual*, 17, 159-218.
- TAYLOR, J.B. (1993, December). Discretion versus policy rules in practice. In *Carnegie-Rochester conference series on public policy* (Vol. 39, pp. 195-214). North-Holland.
- VINES, D. & WILLS, S. (2018). The rebuilding macroeconomic theory project: an analytical assessment. *Oxford Review of Economic Policy*, 34(1-2), 1-42.