

## O (Des)Emprego e sua Importância para a Definição do Mainstream na Macroeconomia

Flávio Augusto Corrêa Basílio<sup>1</sup>  
Gustavo José de Guimarães e Souza<sup>2</sup>

---



**Resumo:** Este artigo tem o objetivo de apresentar a evolução teórica da macroeconomia em torno de questões-chave como desemprego, rigidez salarial e formação de expectativas. Nesse sentido, a discussão parte da obra de Keynes, passa pelas discussões clássicas sobre rigidez salarial e desemprego involuntário, como destacado nos trabalhos de Pigou, Patinkin, Hicks e Meade, e conclui-se com os modelos dinâmicos de equilíbrio geral de inspiração walrasiana, insumos para a condução da política monetária sob ao arcabouço do regime de metas para a inflação. Tal como esperado, o artigo também discute a evolução da curva de Phillips e apresenta as contribuições de Friedman e Lucas que foram incorporadas ao pensamento *mainstream*.

**Palavras-Chave:** Macroeconomia. Política econômica. Desemprego. Rigidez salarial. Pensamento econômico.

**Classificação J.E.L.:** B2; E2 e E5.

---

1 Doutor em economia, Economista Chefe na Assessoria de Assuntos Internacionais do Ministério da Fazenda e Professor do Centro Universitário do Distrito Federal – UDF. *E-mail:* <flaviobasilio@gmail.com>.

2 Doutor em economia, Analista no Gabinete do Diretor de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos do Banco Central do Brasil e Professor da Universidade Católica de Brasília – UCB e da Universidade Federal de Goiás (UFG). *E-mail:* <gustavojs@gmail.com>.

## The (Un)Employment and its importance for the definition of the Mainstream Macroeconomics

**Abstract:** This paper aims to present the theoretical evolution of macroeconomics around key issues like unemployment, wage rigidity and, expectations formation. In this sense, the discussion starts with the work of Keynes, passes through classic discussions of wage rigidity and involuntary unemployment, highlighting the work of Pigou, Patinkin, Hicks and Meade and ends with the dynamic stochastic general equilibrium models of Walrasian inspiration, input for the conduction of monetary policy under an Inflation Targeting framework. As expected, the paper also discusses the evolution of the Phillips curve and presents the contributions of Friedman and Lucas that have been incorporated into mainstream thought.

**Keywords:** Macroeconomics; Economic policy; Unemployment; Wage rigidity; Economic thought.

**J.E.L. Code:** B2; E2 e E5.

### 1 Introdução

Na economia, uma das variáveis mais relevantes para compreender a capacidade produtiva de determinado país é o fator desemprego. O desemprego tem relação direta com outras importantes variáveis, como crescimento econômico e inflação, mas também afeta um indicador determinante da vida das pessoas: o bem-estar. As causas do desemprego variam o que, conseqüentemente, produz diferentes caracterizações conceituais de desemprego, como o friccional, o estrutural, o cíclico ou o sazonal.

No artigo, procuramos usar o desemprego como fio condutor de alguns dos mais proeminentes desenvolvimentos da literatura macroeconômica, especificamente da política monetária. A seção seguinte trata dessa relação de forma geral. Na seção 3, discutimos o destaque recebido pelo desemprego na literatura com a abordagem de Phillips e a ideia de desemprego natural. As seções 4 e 5 tratam das abordagens novo clássica e novo keynesiana, respectivamente. A seção 6 contextualiza o arcabouço de condução da política monetária conhecido como regime de metas de inflação. Por fim, são apresentadas as notas conclusivas.

## 2 (Des)emprego e a Macroeconomia

Uma das principais dificuldades enfrentadas pela literatura econômica é a de estabelecer um paradigma único capaz de decifrar os mecanismos que geram o fenômeno do desemprego. A grande proliferação de teorias econômicas, expressa por meio do desenvolvimento de diversas escolas de pensamento econômico, faz com que, por diversas vezes, existam análises completamente díspares para explicar o desemprego e, em especial, as relações entre moeda, produto e esse fenômeno econômico.

John Maynard Keynes, ao escrever *The General Theory of Employment, Interest and Money* em 1936 (doravante Teoria Geral), além de propor uma nova forma de análise da teoria econômica, procurou elucidar as causas do desemprego em massa que afetou todas as grandes economias à época. Apresentou, também, novas medidas de política econômica que poderiam ser utilizadas para enfrentar o problema crônico do desemprego. Ademais, ao afirmar que “*unemployment was not explainable as a consequence of individual choices*” (1936, *Chapter 2*), Keynes refutou a ideia de que os trabalhadores possuem capacidade de determinar o salário real e ainda mostrou o porquê, no longo prazo, as economias exibem algum desemprego involuntário.

Como legado, Keynes deixou aos economistas a macroeconomia e, mais do que isso, estabeleceu de modo contundente a relação entre desemprego involuntário, preços e salários flexíveis. Surpreendente é que a aceitação geral acabou por transformar a rigidez salarial na causa do desemprego, o que fez com que a visão keynesiana se tornasse sinônima de preços rígidos ou fosse sujeita ao rótulo de que os trabalhadores sofressem de “ilusão monetária”.

Na visão clássica, o pleno emprego é sempre alcançado, sendo a renda da sociedade limitada por fatores determinados pelo lado da oferta. Assim, a conhecida Lei de Say postula que o trabalhador só se oferece para o mercado de trabalho a fim de obter, com o seu esforço, renda, a qual será utilizada para comprar os diversos bens produzidos pela economia. Como o ato de produção cria, simultaneamente, renda e poder de compra, não haveria razão lógica para que a economia operasse fora do pleno emprego. Assim, a conceituada expressão “*a oferta cria a sua*

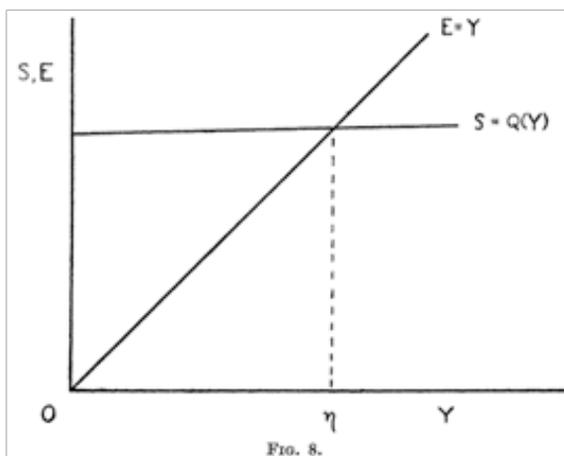
*própria demanda*” captura a essência de tal Lei, que caracteriza a natureza de uma economia com trocas especializadas. Contudo, o resultado da Lei de Say não impõe à economia estar sempre operando com alocação ótima de recursos em todos os mercados e em todos os momentos. Desvios temporários são possíveis, de tal sorte que a oferta não precisa ser igual à demanda para um mercado específico, mas não haveria razão “lógica” para a economia geral observar excesso global de produção.

Keynes rejeitou o resultado da Lei de Say de que a economia é capaz, automaticamente, de gerar o resultado do pleno emprego, e o fez com um forte argumento monetário baseado na teoria da preferência pela liquidez. Além disso, refutou também a ideia de que a rigidez salarial poderia ser a origem do desemprego. No capítulo 19 da Teoria Geral, Keynes não estabelece qualquer relação de causalidade entre reduções do salário nominal e o nível de emprego; pois reduções no salário nominal têm efeitos ambíguos sobre o nível de preços, o que pode fazer com que os próprios preços caiam mais rapidamente do que os salários. Dessa forma, se o objetivo for reduzir os salários reais como forma de reequilibrar a economia no nível de pleno emprego, o resultado final poderia ser o aumento dos salários reais.

Todavia, existem outros pontos nesse debate e, principalmente, deve-se observar que o resultado clássico, que por muito tempo ficou enraizado na validade teórica da Lei de Say, não é necessário para que a economia retorne a sua posição de equilíbrio com pleno emprego. Pigou (1937) mostrou que o resultado postulado pela economia clássica não depende da Lei de Say, mas sim da flexibilidade de juros, preços e salários, independente da função dispêndio. Nesse sentido, Patinkin (1949, p. 378) destaca:

*everyone simultaneously accepts and rejects Say's law: rejects it, in the sense that no one believes the short-run-expenditure function must have the form it has in Fig. 8<sup>3</sup>; accepts it, in the sense that everyone recognizes that in the long run people want goods, and not money.*

3 De acordo com a Lei de Say, a função dispêndio sempre coincide com a linha de 45° no gráfico tradicional da cruz keynesiana.



Segundo Patinkin (1948), todo o esforço de Keynes foi conduzido no sentido de negar que a flexibilidade de preços fosse capaz de conduzir a economia ao pleno emprego. Contudo, para Patinkin (1948, 1949), a posição de Keynes é indefensável, pois, por definição, flexibilidade significa que os salários monetários, de fato, podem cair na presença de excesso de oferta ou subir na presença de excesso de demanda, de tal sorte que o equilíbrio é perfeitamente alcançável. Conseqüentemente, um sistema de preços flexíveis não pode estar em equilíbrio na presença de desemprego (PATINKIN, 1948).

À primeira vista, a mensagem comum da Teoria Geral era de que alguns dos princípios clássicos estavam suspensos, pois as forças de mercado não seriam capazes de conduzir o sistema econômico ao resultado de pleno emprego. Com forte valor simbólico, a Teoria Geral de Keynes representou a crença dissidente de que a economia não poderia ser auto-ajustável. Talvez, um dos pontos altos do debate teórico referente à teoria de Keynes ocorreu em 1937, quando a conferência da *Econometric Society* foi dedicada à análise da Teoria Geral. Meade (1937), Harrod (1937) e Hicks (1937) apresentaram três influentes artigos com o objetivo de discutir a essência do livro. O objetivo da conferência era reconstruir e testar o argumento clássico e compreender quais as “verdadeiras” contribuições de Keynes. Dentre os artigos, o trabalho de Hicks ganhou destaque com a apresentação da primeira versão do modelo IS/LM, na

forma de um sistema de equações em que os salários nominais eram tomados como dados.

De 1950 em diante, a macroeconomia de Keynes se tornou uma nova disciplina e o modelo IS/LM foi modificado e popularizado por Modigliani (1944), Hansen (1953) e, mais tarde, por Sargent (1987). O modelo IS/LM passou a contar com duas possibilidades de solução. Na primeira versão, chamada de clássica, o mercado de trabalho era dotado de uma função oferta de trabalho, crescente com o nível do salário real, e outra função de demanda por trabalho, função da produtividade marginal do trabalho – primeiro postulado clássico. Já no “fechamento” keynesiano, a ausência da função de oferta de trabalho exigia que os salários fossem dados.

No modelo IS/LM, a ordem de determinação das variáveis econômicas no “fechamento” clássico é distinta daquele apresentado no caso keynesiano. Enquanto, no primeiro, o salário real é resultado do equilíbrio do mercado de trabalho, no segundo, o salário real depende das condições do mercado de trabalho, mas, antes disso, é necessário conhecer o nível de emprego, determinado pelo mercado de bens e serviços. Se as firmas são competitivas e contratam trabalhadores até o ponto em que o produto marginal é igual ao salário real, com salários nominais rígidos, um aumento do nível de preços resulta em um salário real menor, o que permite o ajuste do mercado de trabalho. Nessa situação, o emprego e o produto são determinados pela demanda agregada e o nível de preços ajusta o valor do salário real até torná-lo compatível com o nível de produção. Esse resultado acabou por reforçar o argumento de que, na visão keynesiana, os salários nominais eram rígidos e os salários reais contracíclicos. Já no fechamento clássico, o salário real era, naturalmente, pró-cíclico.

Para o bem ou para o mal, o modelo IS/LM se consolidou como referencial no estudo da macroeconomia, sendo ancorado na hipótese de preços rígidos. Adicionalmente, foi além ao permitir, minimamente, a transformação das ideias da Teoria Geral em uma macroeconomia matemática, com ancoragem em alguns aspectos microfundamentados. Sobre esse tema, Lucas (2013) destaca:

*This is the theory, the accepted theory that everyone should know, that it was my job to teach to graduate students, and did. I also*

*held on to Patinkin's ambition somehow, that the theory ought to be microeconomically founded, unified with price theory. I think this was a very common view. [...] Nobody was satisfied with IS-LM as the end of macroeconomic theorizing. The idea was we were going to tie it together with microeconomics and that was the job of our generation. Or to continue doing that. That wasn't an anti-Keynesian view. You can see the same ambition in Klein's work or Modigliani's (p. 511).*

Contudo, deve-se ressaltar que a análise econômica da Teoria Geral de Keynes era baseada no conceito de equilíbrio marshalliano<sup>4</sup>. Nesse sentido, não há nenhuma contradição lógica entre coexistência de desequilíbrio no mercado de trabalho, expresso no resultado de desemprego involuntário, e *market clearing* nos demais mercados. Já ao se utilizar o referencial de equilíbrio geral walrasiano no modelo IS/LM, as posições de equilíbrio do sistema econômico são alcançadas com todas as variáveis sendo determinadas conjuntamente, inclusive aquelas relacionadas ao mercado de trabalho. Com efeito, nos termos walrasianos, existiria uma forte inconsistência se houvesse equilíbrio em todos os outros mercados, exceto no mercado de trabalho. Então, como poderia ocorrer desemprego involuntário no modelo IS/LM? Segundo Modigliani (1944), a rigidez salarial impediria que o sistema econômico, via “Efeito Keynes”, fosse capaz de alcançar a situação de plena utilização dos fatores produtivos.

### 3 Phillips e a taxa natural de desemprego

Mais tarde, em 1958, Phillips diagnosticou a existência de uma relação inversa entre alteração dos salários e desemprego para o Reino Unido entre 1861 e 1957. Posteriormente, um grande esforço foi feito por vários proeminentes economistas para modelar e analisar essa relação. O resultado de Phillips tinha um “sentido keynesiano”, pois trazia a ideia de que haveria um piso para salários e, principalmente, sugeria

<sup>4</sup> Distinto da concepção walrasiana que requer todos os mercados em equilíbrio, ou seja, demanda e oferta iguais em quaisquer situações.

a possibilidade de uma relação de *trade-off* entre inflação e desemprego. Assim, quando o desemprego é baixo e o mercado está “congestionado”, os salários nominais sobem. Por sua vez, quando o desemprego é alto, os trabalhadores sentem mais intensamente o desconforto do desemprego e os salários param de subir ou mesmo caem. Nesse sentido, estabilidade de preços e pleno emprego são resultados incompatíveis, de modo que uma menor taxa de desemprego só pode ser alcançada com maior inflação. Esse resultado, com fortes implicações políticas, estabelecia a seguinte questão aos governos: se o objetivo é aumentar o emprego, então será necessário aceitar uma elevação da taxa de inflação.

A despeito da importância empírica do resultado da então conhecida “curva de Phillips”, a estagflação da década de 1970 tornou o keynesianismo alvo de muitas críticas pela sua incapacidade de explicar o fenômeno. O keynesianismo foi falseado em sua primordial interpretação devido à coexistência de altas taxas de inflação e ociosidade dos fatores de produção. Com as economias experimentando simultaneamente elevação da inflação e aumento do desemprego, os economistas perceberam que algo estava errado com a proposição clássica da curva de Phillips.

Uma resposta para o problema da curva de Phillips foi fornecida por Friedman em seu artigo seminal de 1968, *The role of monetary policy*. Primeiramente, Friedman criticou a prescrição de política keynesiana de que as taxas de juros deveriam ser mantidas em patamares baixos como forma de estímulo à atividade econômica. De acordo com Friedman, as taxas de juros baixas não são sustentáveis no longo-prazo, pois apenas estimulam gastos indevidos dos governos.

O segundo ponto de argumentação de Friedman foi centrado na versão tradicional curva de Phillips, segundo a qual, para que existisse *trade-off* entre inflação e desemprego, tal relação teria de ser estável. Mesmo admitindo que a oferta de moeda possuísse efeitos reais no curto prazo, sua alegação é de que não existe justificativa para uma política de criação de dinheiro, visto que os efeitos reais só ocorrem quando as alterações na oferta de moeda são inesperadas. Ao construir sua argumentação, Friedman assume uma assimetria na avaliação em relação aos comportamentos monetários entre firmas e trabalhadores. Baseado no conceito da taxa natural de desemprego – análoga à taxa natural de juros

de Wicksell, Friedman defende a existência de um nível voluntário de desemprego que equilibra o mercado de trabalho e produz um salário real consistente com múltiplos equilíbrios nesse mercado.

Friedman inverteu a lógica de leitura da análise da curva de Phillips. Na interpretação original, o desemprego é tratado como uma medida da pressão exercida pela demanda agregada no mercado de trabalho, que culmina com elevações no salário monetário. Já na versão de Friedman, a curva de Phillips é explicada a partir da quantidade de trabalho que os trabalhadores estariam dispostos a empregar na produção nos diversos níveis de salários pagos. Dessa forma, a curva de Phillips deixa de expressar a pressão que as empresas fazem no mercado de trabalho para contratarem trabalhadores, e passa a descrever a pressão que os trabalhadores fazem por maiores salários em decorrência do incremento do emprego. O autor argumenta que os trabalhadores podem sofrer de “ilusão monetária”, pois permitem que os salários sejam corroídos pela inflação, não apenas uma vez ou duas, mas de forma sistemática.

Friedman mostrou que o aumento na oferta de moeda é não neutro. No entanto, esse é apenas o efeito de curto prazo – tal como na Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). No próximo período de barganhas salariais os trabalhadores vão perceber seu erro anterior de avaliação e atualizarão suas expectativas, de forma adaptativa, ao aumento dos preços. Isso provocaria um deslocamento da curva de Phillips para a direita. A fim de manter o aumento do emprego, a oferta de moeda precisaria novamente ser aumentada, a uma maior velocidade, para que os trabalhadores fossem iludidos novamente. Continuando o processo, a inflação é transformada em hiperinflação, uma ameaça ao funcionamento do sistema monetário que obriga as autoridades monetárias a abandonar sua política expansionista. Enquanto a curva de Phillips de curto prazo é negativamente inclinada, no longo prazo ela é vertical em relação ao nível de desemprego que Friedman intitulou “taxa natural de desemprego”.

Com efeito, as ideias monetaristas de Friedman ganharam espaço e influenciaram a condução da política econômica. Além da apresentação do conceito de taxa natural de desemprego, Friedman defendeu o uso de regras para a política monetária como forma de corrigir o

viés inflacionário. Efetivamente, ao adotar a hipótese de expectativas adaptativas como forma de releitura da curva de Phillips, Friedman a transformou em uma curva de oferta de trabalho substituindo, para o cálculo do salário real, o preço corrente pela expectativa de preço futuro. No entanto, de modo mais *pragmático* que teórico, ao invés de supor que as expectativas são formadas com base no que vai ou pode acontecer, Friedman defendeu que as expectativas são formadas a partir da experiência vivida pelos trabalhadores. Ou seja, “*o passado constitui um bom guia para o futuro*”, mesmo que o passado nada tenha a ensinar aos trabalhadores ou ainda que persistir no erro é decisão “racional”. Apesar das concessões teóricas de Friedman, suas contribuições foram fortes do ponto de vista político e empírico e constituíram importante crítica à teoria keynesiana.

#### **4 Solução novo-clássica - expectativas racionais e ciclos reais de negócios**

A hipótese de assimetria sobre a formação de expectativas de trabalhadores e firmas, explicada anteriormente, é peça central na tese de Milton Friedman. Todavia, a argumentação teórica baseada em expectativas adaptativas assume que os agentes falham sistematicamente. Assim, como crítica a essa visão, pode-se afirmar que não é lógico considerar um modelo no qual agentes (racionais), sofrem do problema de inconsistência. Desse modo, para “resolver” o dilema apresentado pela curva de Phillips e, ao mesmo tempo, corrigir o problema de formação de expectativas dos agentes, duas possíveis soluções surgiram: (i) a novo-clássica; (ii) e a novo-keynesiana.

A solução proposta pelos novos clássicos passa pela alteração da forma metodológica de os agentes formarem suas expectativas. Com efeito, ao invés dos agentes serem sistematicamente “tolos” na formação de expectativas, eles devem levar em consideração todas as informações relevantes disponíveis, inclusive a taxa de expansão monetária ou regra monetária adotada pelo Banco Central. Nesse contexto, os trabalhos de Lucas (1973, 1975 e 1976) e Sargent e Wallace (1975, 1976) tiveram papel central para a evolução da teoria econômica. Mesmo que a hipótese

de expectativas racionais<sup>5</sup> seja atribuída pioneiramente a Muth (1961), foi a partir da chamada escola novo-clássica que a política monetária ganhou diferente dimensão, na qual se supôs neutralidade da moeda, inclusive no curto-prazo. Assim, indivíduos ditos racionais maximizam o seu bem-estar e promovem, de forma instantânea, o equilíbrio em todos os mercados a partir do vetor ótimo de preços, eliminando, dessa forma, qualquer possível excesso de demanda. O próprio termo “racional” colaborou para o uso cada vez mais amplo dessa hipótese nos modelos macroeconômicos a partir de 1970. Se você não considera que os agentes sejam racionais na tomada de decisão, qual sua hipótese?

Entretanto, adotado tal expediente, como seria possível explicar os desvios da economia em relação ao produto de equilíbrio? A resposta: *random walk*. Conforme explicitado por Blaug (2006, p. 684): “*random errors are not sufficient to account for the more or less regular cyclical fluctuations that are observed in all leading economic time series, such output, investment and employment*”. Ao rejeitarem políticas de demanda agregada, os novos clássicos explicaram as flutuações econômicas a partir de manifestações temporárias de choques exógenos de oferta, tais como variações tecnológicas ou de produtividade, que implicariam mudanças nos preços relativos da economia.

Com efeito, os novos clássicos fornecem uma visão alternativa à teoria keynesiana para explicar os ciclos econômicos e, simultaneamente, criticam tanto a visão de Friedman sobre a curva de Phillips, como e, especialmente, a forma dos agentes construírem suas expectativas (adaptativas). O conceito de expectativas racionais praticamente elimina a possibilidade de os formuladores de política econômica explorarem o *trade-off* entre inflação e desemprego. Assim, sob a abordagem de expectativas racionais, os autores novo-clássicos conduzem a uma radical conclusão “anti-keynesiana”. Apenas alterações não anunciadas e, portanto, inesperadas da oferta de moeda são eficazes para alterar o nível do desemprego, ao passo que alterações permanentes na taxa desemprego não são factíveis por meio de políticas de expansão monetária (via oferta de moeda ou queda da taxa de juros). Sob a hipótese de expectativas

---

5 As pessoas utilizam, eficientemente, toda informação disponível, incluindo informações passadas, presentes e futuras. Assim, as expectativas serão iguais às previsões ótimas utilizando toda informação disponível.

racionais, os novos clássicos apresentam uma economia na qual as variáveis reais são completamente independentes das variáveis nominais e, mais ainda, independentes da regra de condução da política monetária.

A contribuição seminal de Kydland e Prescott (1982) propõe que as flutuações econômicas são determinadas por choques reais, medidos pelo conhecido conceito de resíduo de Solow. O ciclo de negócios seria proveniente das variações aleatórias na taxa de crescimento da Produtividade Total dos Fatores (PTF). Em termos empíricos, ao se pensar no mercado de trabalho, a modelagem RBC tem grandes dificuldades de se ajustar aos dados reais.

Parte do problema de aceitação prática do arcabouço novo-clássico reside, inclusive, na proposição de política econômica segundo a qual se deve aguardar o curso “natural” dos eventos econômicos. As medidas de política focam, no geral, no longo prazo enquanto os anseios da sociedade se concentram no curto prazo.

## 5 Solução novo-keynesiana: rigidez nominal

Em síntese, as duas principais hipóteses que definem o pensamento novo-keynesiano são expectativas racionais e falhas de mercado. Enquanto a primeira hipótese é compartilhada com os novo-clássicos (na verdade, absorvida desses), os economistas novo-keynesianos inovam ao incorporar falhas de mercado como, por exemplo, concorrência imperfeita no que tange aos preços (incluindo salários) que, por sua vez, não impõem que preços se ajustem instantaneamente às alterações das condições econômicas. Desse modo, os preços não seriam totalmente flexíveis, existindo uma espécie de viscosidade.

Considerando o teor das críticas de Friedman à teoria Keynesiana tradicional e incorporando os avanços da teoria novo-clássica – como expectativas racionais e relações econômicas microfundamentadas, os novos keynesianos oferecem uma solução alternativa para a análise da curva de Phillips, na qual a demanda agregada volta a desempenhar papel relevante como instrumento de política econômica. Nesse sentido, a “morte da teoria keynesiana” anunciada por Lucas (1980) se mostrou prematura em decorrência da falta de aderência da teoria novo-clássica

à realidade e, mais ainda, pela dificuldade nas proposições de política econômica.

A crítica de Lucas (1976) à teoria keynesiana dos anos 1960 passa pela “incoerência” teórica de rigidez de salários e preços sob o arcabouço walrasiano. Por que trabalhadores e firmas não chegam a um acordo para a redução dos salários nominais se, assim o fizerem, ambos saem ganhando? A resposta keynesiana (ou novo keynesiana) passa pela “hipótese de salários relativos”, isto é, os trabalhadores aceitariam a redução do salário real em decorrência do processo inflacionário porque a variável relevante para o processo de tomada de decisão é o salário relativo, e não o nível absoluto do salário. Nesse caso, os novos keynesianos são imunes à crítica de plena flexibilidade de preços e *market clearing* em todos os mercados imposta pela teoria novo clássica.

Com efeito, Bernanke e Blinder (1992), Gali (1992), Ball e Mankiw (1994) Bernanke, Gertler e Watson (1997) mostraram que, ao contrário do previsto pelos novos clássicos, mudanças na oferta de moeda (ou na política monetária), mesmo antecipadas, afetam o produto de equilíbrio da economia. Nesse sentido, vale citar uma importante pergunta feita por Bernanke e Blinder (1982).

*Does monetary policy affect the real economy? [...], when the Federal Reserve reduces the volume of reserves, and therefore of loans, spending by customers who depend on bank credit must fall, and therefore so must aggregate demand (p. 901). [...] result stands as a challenge to the real business-cycle interpretation of the earlier findings. It needs to be explained. A simple explanation, of course, is that monetary policy is effective (p. 919).*

Do ponto de vista empírico, as evidências são mais favoráveis à proposição keynesiana de que existe um *trade-off* entre inflação e desemprego, do que a hipótese novo-clássica de que os preços se ajustam imediatamente às variações da política monetária. Do ponto de vista teórico, sabe-se que existe um conjunto suficiente de pressuposições sob as quais a política monetária não possui efeitos sobre as variáveis reais da economia, a saber: (i) expectativas racionais; (ii) competição perfeita; (iii) informação completa; (iv) ausência de rigidez nominal.

Considerando que os novos keynesianos incorporam o ferramental das expectativas racionais como forma de tomada de decisão por

parte dos agentes, o que ocorre com a economia se o pressuposto (ii) for alterado? Tal como demonstrado no artigo seminal de Blanchard e Kiyotaki (1987), a moeda continua sendo neutra mesmo na presença de competição monopolística: “*nominal money is neutral, affecting all nominal prices and wages proportionately, and leaving output and employment unchanged. Thus something else is needed to obtain real effects of nominal money*” (BLANCHARD; KIYOTAKI, 1987, p. 655). Por sua vez, Blanchard e Fisher (1989) concluem que os resultados macroeconômicos são inalterados quando a economia sai da concorrência perfeita para a concorrência imperfeita e, além disso, ressaltam “[...] *money is neutral under monopolistic competition just as it is under perfect competition*” (BLANCHARD; FISHER, 1989, p. 381).

Nessa acepção, se a concorrência monopolística não é capaz de gerar a não neutralidade da moeda, o que seria esse algo mais necessário para que a moeda produza efeitos reais?

A resposta novo keynesiana à “contra-revolução” novo-clássica foi a rigidez de salários e preços. Assim, à proposição novo-clássica de que ao governo não é facultada a possibilidade de estimular a demanda agregada e, portanto, o nível geral de emprego, os novos keynesianos respondem que, sim, é possível, desde que os salários sejam rígidos. Dessa forma, sob preços com alguma rigidez, a política monetária volta a ganhar papel central na análise da atividade econômica.

De forma seminal, Blanchard e Kiyotaki (1987) mostram que na ausência de custos de *menu* (rigidez), a oferta de moeda eleva os preços mantendo a oferta real de moeda e o produto inalterados. No entanto, na presença de custos de *menu* (mesmo pequenos), a elevação da oferta de moeda não altera os preços, conforme demonstrado por Blanchard e Kiyotaki (1987, p. 656).

A partir do modelo de Blanchard e Kiyotaki (1987) ficou claro que o contra-ataque keynesiano à crítica de Lucas não ficaria sem resposta. Mesmo com a ausência do atual e sofisticado instrumental de otimização intertemporal dos modelos DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium*), Blanchard e Kiyotaki conseguiram integrar a racionalidade das expectativas racionais e o instrumental quantitativo walrasiano ao comportamento de determinação de preços por parte dos agentes, de

modo que a rigidez salarial foi incorporada como importante ponto do referencial novo keynesiano. Blanchard e Kiyotaki explicam, de forma microfundamentada, a razão teórica da viscosidade ou rigidez dos salários e o porquê de os mercados não serem capazes de alcançar o *market clearing* mesmo sob concorrência perfeita. Faltava ao modelo integrar as questões dinâmicas da análise macroeconômica. Para tanto, voltam-se às análises dos modelos DSGE, com concorrência perfeita ou imperfeita, mas incorporando a questão da rigidez salarial por meio da clássica regra de Calvo (1983).

Reabilitando os *insights* de Keynes e aceitando os pontos importantes da crítica novo-clássica e os ensinamentos dos modelos de ciclo reais de negócios (*Real Business Cycle* – RBC), o novo referencial keynesiano passou a ser ancorado nas seguintes hipóteses: (i) agente representativo maximizador de utilidade com horizonte infinito de tempo; (ii) concorrência monopolística no mercado de bens e equilíbrio geral de mercado walrasiano; (iii) rigidez nominal – firmas sujeitas a restrições de reprecificação de preços; (iv) não neutralidade da moeda no curto-prazo, neutralidade no longo prazo, considerando que a moeda importa, ao menos na maior parte do tempo, mesmo entendendo que a política monetária pode ser ineficiente em alguns períodos; (v) regra de Taylor como instrumento de política monetária.

Em síntese, esses modelos foram construídos com o referencial da curva de Phillips novo-keynesiana com expectativas racionais (*forward looking*), infinitos agentes, imperfeições no mercado de bens e de trabalho e salários e preços viscosos (*staggered price and wage setting*). Nesse sentido, o arcabouço novo keynesiano incorporou o teor da crítica de Lucas e, além disso, adicionou os resultados principais da teoria de ciclos reais de negócios, constituindo o ferramental teórico denominado DSGE. Em termos analíticos, a perda de bem-estar econômico foi utilizada como critério de seleção de política econômica, ao passo que os resultados de simulação e de análise empírica puderam ser derivados separadamente em cada variação do modelo devido à dependência dos parâmetros estruturais da economia.

## 6 O regime é de metas de inflação, mas o desemprego está na função

Atualmente, baseado em uma ampla literatura sobre o tema, a melhor prática de política monetária é o Regime de Metas de Inflação (RMI ou *Inflation Targeting*). Desde início dos anos 90, tal arcabouço tem sido adotado por um número crescente de países, sejam avançados ou emergentes, e o Brasil está entre eles. As motivações para a adoção são diversas. Em alguns casos, como o da Suécia, do Reino Unido e do Brasil, um colapso cambial aponta para o uso de uma nova âncora nominal para a política monetária. Em outros, como o Canadá, o RMI é adotado após o fracasso de outros arcabouços, como uma meta de crescimento da moeda.

Os desenvolvimentos da teoria macroeconômica, alguns discutidos aqui, por si só contribuem para a popularidade do RMI. São os principais exemplos: a menor aceitação do uso de uma política monetária ativa e contra-cíclica; o reconhecimento de que não existe *trade-off* entre desemprego e inflação e de que a política monetária, no longo prazo, afeta apenas os preços; a disseminação teórica da importância da credibilidade na condução da política econômica; e a aceitação de que inflação baixa e pouco volátil contribui para o crescimento econômico de longo prazo.

O RMI é uma política monetária em que o banco central tem uma meta explícita para taxa de inflação no médio prazo e anuncia essa meta de inflação ao público. O principal instrumento de curto prazo utilizado para se atingir o objetivo é a taxa de juros. Uma grande vantagem do RMI é que ele combina elementos de ambas as abordagens teóricas de condução da política monetária: “regras” *versus* “discricionariedade”, e por vezes é caracterizado como um regime de “discricionariedade restrita”. Efetivamente, a adoção de metas para a inflação promove as vantagens da adoção de regras (comprometimento), sem com isso abrir mão de toda a flexibilidade característica da ação discricionária.

Os principais atributos que definem a condição de adotante desse arcabouço de política monetária são: i) escolha de um índice de inflação a que se referirá a meta; ii) definição da meta propriamente dita; iii) fixação do horizonte temporal para o cumprimento da meta; iv) anúncio

público da meta; v) declaração formal de que a estabilidade de preços passa a ser o principal objetivo da política monetária; vi) necessidade de certa autonomia da autoridade monetária (no geral a autonomia operacional); vii) transparência na execução da política monetária (ata e RI); viii) *accountability*, especificamente a necessidade de prestar contas à sociedade no caso de não cumprimento da meta.

A despeito de a estabilidade de preços ser o principal objetivo de política monetária sob esse arcabouço, o desemprego é também considerado no sentido da regra de Taylor<sup>6</sup>. Assim, mesmo objetivando reduzir o nível e a volatilidade da inflação, a autoridade monetária também pondera o produto (ou emprego) na sua tomada de decisão quanto a taxa de juros.

Como argumentado por Svensson (2010), o formato de *inflation targeting* adotado pelos países ao redor do mundo é o conhecido como *flexible inflation targeting* ao invés de um *strict inflation targeting*. *Flexible* significa que a política monetária visa estabilizar a inflação em torno da meta de inflação e também da economia real, ao passo que o tipo *strict* visa estabilizar apenas a inflação, sem levar em conta a estabilidade da economia real. King (1997) descreveu esse último caso como “*inflation nutter*”. Vale lembrar que “estabilizar a economia real” quer dizer estabilizar a utilização de recursos em torno de um nível adequado, tendo em mente que a política monetária não pode afetar o nível de longo prazo da utilização de recursos. Bernanke (2003) também defende que o RMI não exige que o banco central ignore as consequências de sua política para a economia real. Nesse sentido, o RMI não seria contrário ao duplo mandato do *Federal Reserve*.

Destarte, não obstante o conhecimento de que a estabilidade de preços é de suma importância para a atividade econômica e, consequentemente, o reconhecimento pela literatura da necessidade de a política monetária ter como objetivo principal a inflação, o desemprego ainda tem papel fundamental no popular arcabouço do regime de metas de inflação.

---

6 A regra de Taylor é uma regra da política monetária que estipula o quanto a autoridade monetária deve alterar a taxa nominal de juros em resposta a mudanças na inflação, no produto, e/ou em outras variáveis econômicas.

## 7 Conclusão

A busca por uma visão mais geral de como os mercados funcionam, especificamente uma visão não-walrasiana, no qual o desequilíbrio é possível, ainda que esse desequilíbrio ocorra nos microfundamentos, tem se mostrado perene no desenvolvimento da literatura econômica. O desenvolvimento de modelos que se ajustem ao que observamos na “realidade” e que contribuam para a melhora do bem-estar da sociedade é meta constante na ciência econômica. Apesar das crenças e hipóteses teóricas, todo economista, no sentido literal, tem objetivos semelhantes: estabilidade de preços e baixo nível de desemprego.

O desemprego como variável macroeconômica tem características peculiares por afetar indivíduos de uma maneira mais direta e cruel. A perda do emprego representa para muitos uma redução imediata do bem-estar e engendra uma série de externalidade negativas para a sociedade. Destarte, seja na construção teórica do pensamento econômico, seja na sua aplicação prática como na formulação das políticas econômicas, o desemprego tem papel relevante.

Parafraseando Henry Agard Wallace, ex-vice presidente americano (entre 1941 e 1945) e, na época (1934), ainda Secretário de Agricultura dos Estados Unidos, “*unemployed purchasing power means unemployed labor and unemployed labor means human want in the midst of plenty. This is the most challenging paradox of modern times*”. Atualmente, ainda enfrentamos diversos desafios seja para reduzir o desemprego no curto prazo, seja para atingir a menor taxa de desemprego natural, aquela vigente no estado estacionário. No entanto, hoje, após a contribuição teórica e prática de muitos, estamos certamente mais preparados para tal desafio.

## Referências

Ball, L.; Mankiw, N. G. **A sticky-price manifesto**. Working Paper No. 4677. Cambridge, USA: National Bureau of Economic Research, 1994. (Working Paper Series).

Blaug, M. **Economic Theory in Retrospective**. 5th. ed. Cambridge, UK: [s.n.], 2006.

Bernanke, B. S.; Blinder, A. The Federal Funds Rate and the channels of monetary transmission. **American Economic Review**, v. 82, no. 4, p. 901-921, 1992.

Bernanke, B. S.; Gertler, M.; Watson, M. Systematic monetary policy and the effects of oil price shocks. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 1, p. 91-157, 1997.

\_\_\_\_\_. A perspective on inflation targeting. In: **Remarks at the annual Washington policy conference of the national association of business economists**. Trabalho apresentado... Washington, D.C., 2003 March 25.

Blanchard O.; Kiyotaki, N. Monopolistic competition and effects of aggregate demand. **American Economic Review**, v. 77, no 4, p. 647-666, 1987.

Blanchard, O.; Fischer, S. **Lectures on macroeconomics**. Cambridge, USA: The MIT Press, 1989.

Calvo, G. Staggered price setting in a utility-maximizing framework. **Journal of Monetary Economics**, v. 12, p. 383-398, 1983.

Friedman, M. The role of monetary policy. **American Economic Review**, v. 58, no. 1, p. 1-17, 1968.

Gali, J. How well does the IS/LM Model fit post-war U.S. data? **The Quarterly Journal of Economics**, v. 107, no. 2, p. 709-738, 1992.

\_\_\_\_\_. **Monetary policy**. Inflation and the business cycles. Princeton: Princeton University Press, 2008.

Hansen, A. Classical, Loanable-Fund, and Keynesian Interest Theories. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 65, no.3, p. 429-432, 1951.

Hansen, A. **A Guide to Keynes**. New York: McGraw-Hill, 1953.

Harrod, R. F. Mr. Keynes and traditional theory. **Econometrica**, v. 5, no. 1, p. 74–86, 1937.

Hicks, J. R. (). Mr. Keynes and the ‘classics’. A suggested interpretation. **Econometrica**, v. 5, no. 1, p. 147–159, 1937.

Keynes, J. M. **The general theory of unemployment, interest, and money**. New York: Harcourt, Brace & Co, 1936.

Kydland, F; Prescott, E. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, v. 85, no. 3, p. 473–491, 1977.

\_\_\_\_\_. Time to build and aggregate fluctuations. **Econometrica**, v. 50, no. 6, p. 1345–1370, 1982.

King, M. Changes in UK monetary policy: Rules and Discretion in Practice. *Journal of Monetary Economics*, v.39, no. 1, p. 81–97, 1997

Lucas, R. Expectations and the neutrality of money. **Journal of Economic Theory**, v. 4, n.2, p. 103–124, 1972.

\_\_\_\_\_. Some international evidence on output-inflation tradeoffs. **American Economic Review**, v. 63, no. 3, p. 326–335, 1973.

\_\_\_\_\_. Econometric policy evaluation: a critique. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v.1, no. 1, p. 19–46, 1976.

\_\_\_\_\_. Methods and problems in Business Cycle Theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 12, no. 4, p. 696–715, 1980. part 2: Rational Expectations.

\_\_\_\_\_. **Collected Papers on Monetary Theory**. Cambridge: Harvard College, 2013.

Lucas, R.; Sargent, T. After keynesian macroeconomics. In: \_\_\_\_\_. **Rational expectations and econometric practice**. Minneapolis: University of Minnesota, 1981.

Meade, J. E. A simplified model of Mr. Keynes’ system. **The Review of Economic Studies**, v. 4, no. 2, p. 98–107, 1937.

Modigliani F. Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money. **Econometrica**, v. 12, no. 1, p. 45–88, 1944.

Muth, J. Rational Expectations and The Theory of Price Movements. **Econometrica**, v. 29, no. 3, p. 315-335, 1961.

Patinkin, D. Relative Prices, Say's Law and the Demand for Money. **Econometrica**, v. 16, no. 2, p. 135-154, 1948.

\_\_\_\_\_. Involuntary Unemployment and the Keynesian Supply Function. **The Economic Journal**, v. 59, no. 235. p. 360-383, 1949.

\_\_\_\_\_. The Invalidity of Classical Monetary Theory. **Econometrica**, v. 19, no. 2, p. 134-151, 1951.

\_\_\_\_\_. **Money, Interest and Prices**. 2. ed. New York: Harper and Row, 1965.

\_\_\_\_\_. On different interpretations of 'The General Theory'. **Journal of Monetary Economics**, v. 26, p. 205-243, 1990.

Pigou, A. C. Real and Money Wage Rates in Relation to Unemployment. *Economic Journal*, v. 47, no. 187, p. 405-422, 1937.

Phillips, A. W. The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861-1957. **Economica**, v. 25, no. 100., p. 283-299, 1958.

Sargent, T. A note on the accelerationist controversy. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 3, no. 3, p. 721-725, 1971.

\_\_\_\_\_. **Macroeconomic Theory**. San Diego: Academic Press, 1987.

Sargent, T.; WALLACE, N. Rational Expectations, The Optimal Monetary Instrument and The Optimal Money Supply Rule. **Journal of Political Economy**, v. 83, no. 2, p. 241-254, 1975.

\_\_\_\_\_. Rational expectations and the Theory of Monetary Policy. **Journal of Monetary Economics**, v. 2, no. 2, p. 169-183, 1976.

Svensson, L. E. O. Inflation targeting after the financial crisis. In: **International research conference** "challenges to central banking in the context of financial crisis". 2010, Mumbai. Discurso Mumbai: [s.n.], 2010.