



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

**Políticas Anticíclicas nos Estados Unidos e no Brasil
na Grande Recessão: Uma Análise Comparativa**

Ana Carolina Nicácio

CAMPINAS

2017

**POLÍTICAS ANTICÍCLICAS NOS ESTADOS UNIDOS E NO BRASIL
NA GRANDE RECESSÃO: UMA ANÁLISE COMPARATIVA**

Monografia apresentada como pré-requisito para
a conclusão do curso de Ciências Econômicas,
pela Universidade Estadual de Campinas,
Instituto de Economia, *campus* de Campinas.

Aluna: Ana Carolina Nicácio

Orientador: Prof. Dr. Rogério Pereira de Andrade

*Dedico aos meus pais,
Ana Cristina e Zacarias.*

Agradecimentos

Aos meus pais, Ana Cristina e Zacarias e ao meu irmão, André, que sempre me incentivaram e apoiaram neste caminho, com todo amor e compreensão.

À minha avó Josefa que sempre me ensinou os valores da educação, da persistência e da resiliência.

Aos meus amigos, especialmente os colegas de curso, Bruno, Catarina, Natália e Tamires, que compartilharam comigo, desde 2013, as dores e alegrias do crescimento e do amadurecimento. Vamos juntos!

Às amigas com as quais tive o prazer de dividir república.

A todos professores do IE que de alguma forma contribuíram para minha formação e, especialmente, ao professor Rogério Pereira de Andrade pela paciência, ensinamentos, correções e imprescindível orientação.

A todos obrigada!

Resumo

As políticas anticíclicas adotadas pelos diversos países no contexto da Grande Recessão assemelham-se em termos dos instrumentos utilizados: importância central do Estado como principal agente responsável pelo enfrentamento dos efeitos da crise, por meio, principalmente, de políticas monetária e fiscal expansionistas.

No entanto, o grau deste “afrouxamento” é variável entre os países. No caso dos países desenvolvidos, houve evidências de que a crise pudesse ser “administrada” através da atuação de um banco central como emprestador de última instância e da adoção de políticas fiscais contracíclicas. No caso brasileiro, contudo, a política fiscal, algumas vezes, mostrou-se ambígua, oscilando entre as necessidades de, por um lado, expandir os gastos públicos e, por outro, de preservar a austeridade fiscal. Além disso, o Banco Central, apesar de algumas medidas adotadas para injetar liquidez na economia, mostrou-se conservador na condução da política monetária, devido, sobretudo, à rigidez instituída pelo regime de metas para inflação.

Nesse contexto, a contribuição pretendida por essa monografia é a análise das diferenças na condução da política econômica nos Estados Unidos e no Brasil, levando em consideração não apenas questões tais quais inserção internacional, mas também o quadro institucional em que operam (regime cambial, sistema de metas de inflação, dentre outros). Dessa forma, a importância desta pesquisa está em que poderá levar a uma maior compreensão da natureza das limitações das políticas anticíclicas, especialmente as brasileiras, em períodos recessivos.

Palavras-chave: Grande Recessão, Políticas Anticíclicas, Brasil, Estados Unidos.

Abstract

The anticyclical policies adopted by the different countries during the Great Recession are similar in terms of the instruments used: central importance of the State as the main agent responsible for coping with the effects of the crisis, mainly through expansionary monetary and fiscal policies.

Nevertheless, the degree of this "loosening" varied between countries. In the case of developed countries, there was evidence that the crisis could be "managed" through the performance of a central bank as lender of last resort and the adoption of countercyclical fiscal policies. In the Brazilian case, however, fiscal policy has sometimes been dubious, ranging from the need to expand public spending on the one hand and fiscal austerity on the other. In addition, the Central Bank, despite some measures adopted to inject liquidity into the economy, was conservative in the conduct of monetary policy, mainly due to the rigidity established by the inflation targeting regime.

In this context, the intended contribution of this monograph is the analysis of differences in the conduct of economic policy in the United States and Brazil, taking into account not only issues such as international insertion but also the institutional framework in which they operate (exchange rate regime, system of inflation targets, among others). Thus, the importance of this research is that it may lead to a better understanding of the nature of the limitations of countercyclical policies, especially Brazilian ones, in recessive periods.

Key words: Great Recession, Anticyclical Policies, Brazil, United States.

Sumário

1. Introdução.....	8
Capítulo 1 - A Grande Recessão e o “Momento Minsky”	13
1.1. Principais ideias acerca da atuação de políticas anticíclicas.....	14
1.2. A Grande Recessão e o “Momento Minsky”	17
Capítulo 2 - Estados Unidos: Crise do <i>Subprime</i> e Reação de Política Econômica.....	28
2.1. Formação da bolha imobiliária e reflexos para a economia americana	28
2.2. Política monetária	31
2.2.1 Políticas monetárias não-convencionais: Políticas de crédito.....	34
2.2.2 Políticas monetárias não-convencionais: <i>Quantitative easing</i>	36
2.3. Política fiscal.....	38
2.3.1. Troubled Asset Relief Program (TARP).....	41
2.3.1. Políticas fiscais tradicionais: o <i>American Recovery and Reinvestment Act</i> (ARRA)	45
Capítulo 3 - Brasil: Canais de Transmissão e Reação à Crise.....	48
3.1. Principais Canais de Transmissão.....	48
3.2. Impactos da crise no Brasil e reação de política econômica.....	51
3.3. Política monetária e creditícia.....	54
3.4. Política Fiscal.....	56
3.5. Considerações sobre a política anticíclica brasileira	60
Capítulo 4 - EUA e Brasil: Eficácia e Limitações das Políticas Anticíclicas Brasileiras	63
Considerações Finais	69
Referências Bibliográficas.....	72

1. Introdução

O crescimento da economia e do comércio mundial deu-se a taxas significativas no período da globalização - com destaque para o intervalo compreendido entre 2003 e 2008 - sendo, contudo, assimétrico, isto é, não atingindo os países com intensidades semelhantes. No entanto, tal quadro de prosperidade viu-se ameaçado já em meados de 2007, quando uma sequência de eventos passou a indicar a fragilidade de instrumentos e estruturas financeiras: inadimplência das famílias tomadoras de empréstimos *subprime* com hipotecas com taxas de juros ajustáveis ou flutuantes, execução de devedores inadimplentes, quedas nos preços dos imóveis, dentre outros (Freitas & Cintra, 2008). A partir desse período, importantes instituições financeiras assistiram a uma significativa queda dos preços dos ativos e as classificações de risco destes começaram a ser rebaixadas. Era o início da chamada Grande Recessão, que, nos Estados Unidos, abrange o período compreendido entre 2007 e 2009. Já no Brasil, os primeiros impactos da crise foram sentidos a partir do final de 2008 e mais fortemente a partir de 2009, quando a crise afetou o canal comercial, com a queda das exportações.

Esta crise financeira iniciada em meados de 2007 no segmento de crédito imobiliário americano foi grave o suficiente para ser qualificada como a mais séria desde 1929. Ainda que com uma menor intensidade, ela apresentou particularidades que a aproximaram da Grande Depressão da década de 1930, como a duração, a abrangência internacional e a substancial necessidade de voltar a regulamentar o setor financeiro. Nesse sentido, esta crise é designada como sendo a Grande Recessão.

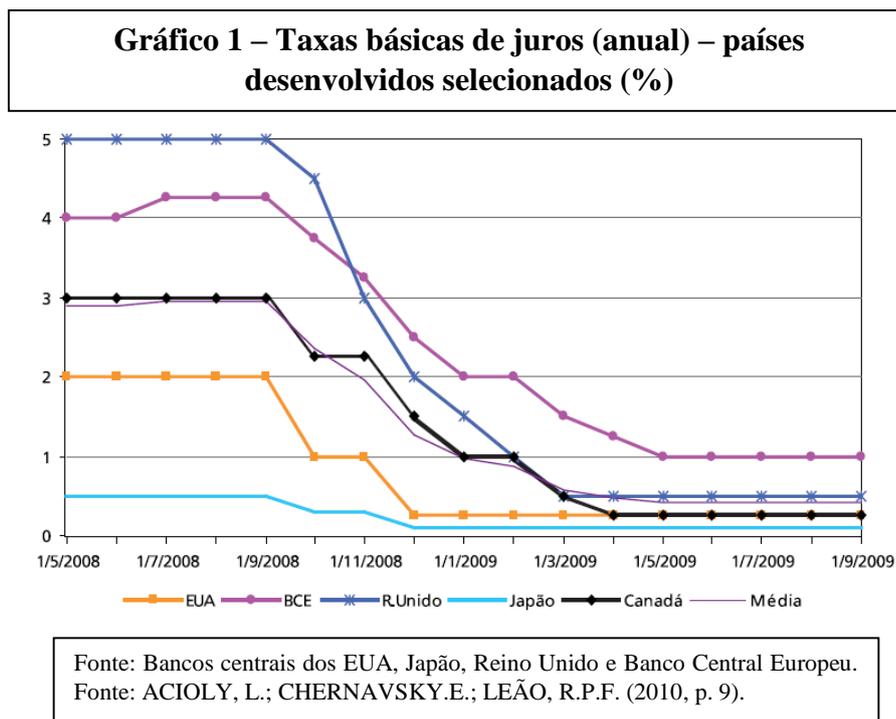
O Bank for International Settlements (2009) divide esse fenômeno em cinco estágios: i) junho de 2007 a março de 2008 : início da crise das hipotecas *subprime*; ii) março a meados de setembro de 2008: elevação do risco de falências bancárias; iii) 15 de setembro de 2008: colapso do Lehman Brothers, deflagrando-se uma verdadeira crise global de confiança; iv) outubro de 2008 a meados de março de 2009: os mercados se ajustam a expectativas cada vez mais pessimistas quanto ao crescimento global; e v) março de 2009: mercados financeiros passam a mostrar algum otimismo. Sobre o terceiro estágio, Cunha & Prates (2011) são enfáticos ao dizer que:

Embora tenha sido a sua fase mais curta, esta também foi a mais aguda, quando a crise se converteu num fenômeno sistêmico, resultando na virtual paralisia do sistema financeiro internacional e se espalhando para praticamente todos os países avançados e emergentes (CUNHA; PRATES, 2011, p.69).

Atingindo seu ponto mais agudo no terceiro trimestre de 2008, a Grande Recessão, segundo alguns estudiosos, como Bastos & Mattos (2011), poderia ter tido impactos ainda mais profundos não fosse a intervenção maciça do governo americano no sentido de conter a crise e reduzir seu impacto em termos de produto e emprego. As medidas de políticas fiscais e monetárias adotadas por diversos países impediram o aprofundamento da crise em uma grande depressão, tal qual ocorreu na década de 1930.

As políticas empregadas pelos diferentes países para mitigar os efeitos do agravamento da crise do sistema financeiro internacional podem ser alinhadas em dois grupos: i) medidas de política monetária e de intervenção em instituições financeiras e ii) medidas de estímulo fiscal (incluindo também medidas setoriais específicas e disponibilização de recursos para utilização em programas de combate aos impactos sociais da crise) (Acioly; Chernavsky; Leão, 2010).

No caso dos Estados Unidos, do ponto de vista da política monetária, observou-se uma significativa redução da taxa de juros, a qual atingiu o patamar historicamente baixo de 0,25% no final do ano de 2008 que se mantém até hoje (Gráfico 1). Além disso, a permanência do problema da restrição de crédito levou o *Federal Reserve* (FED) a efetuar, em meados de 2009, operações de recompra de títulos públicos, com intuito de injetar liquidez na economia, ação conhecida como “*quantitative easing*”, ou afrouxamento monetário. Essa política foi também interpretada como um instrumento de depreciação adicional do dólar como forma de estimular as exportações americanas e, então, contribuir para a retomada da atividade econômica (Ferraz, 2013).



Neste país foram adotadas políticas anticíclicas de três naturezas distintas: i) natureza patrimonial: constitui-se na compra de ações de empresas majoritariamente financeiras com o intuito de assegurá-las da insolvência, o que foi de fundamental importância para a preservação do sistema financeiro; ii) operações de crédito realizadas diretamente pelo FED, com a intenção de destravar o mercado de crédito, além de reduzir o spread das taxas de juros (ex.: *quantitative easing*); e iii) de natureza fiscal: programa de elevação do gasto público, bem como transferências para indivíduos, sendo que as transferências para estados e municípios foram as principais responsáveis pela expansão dos gastos federais (Bastos & Mattos, 2011).

Em que pese a adoção destas políticas, a falência do *Bear Stearns* (um tradicional banco de investimento) e a desvalorização patrimonial da *JP Morgan Chase* (uma importante instituição financeira) foram evitados, com a realização de oferta de garantias em torno de US\$29 bilhões por parte do FED. Além disso, dívidas das agências público-privadas de crédito imobiliário, *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, estimadas em US\$800 bilhões e US\$740 bilhões, respectivamente, foram contornadas em virtude da aprovação de um pacote governamental de empréstimos e compra de ações dessas instituições (Nozaki, 2011).

Ademais, a Grande Recessão envolveu grande parte das economias do mundo, tanto desenvolvidas quanto em desenvolvimento, as quais foram significativamente atingidas pelo chamado efeito contágio e, mesmo que através de diferentes canais, de forma quase simultânea. Os principais canais de transmissão nos países emergentes foram: (i) Conta Corrente: impactos sobre o comércio mundial e os preços das commodities; (ii) Fluxos de Capitais: os capitais revertem tendência de entrada em países em desenvolvimento e “fogem para a qualidade” (*flight to quality*), em direção a ativos considerados mais seguros e (iii) Expectativas: o choque de expectativas negativas se difunde nos países em desenvolvimento. Nesse contexto, nem mesmo países com bons “fundamentos” e políticas econômicas consideradas “saudáveis” ficaram incólumes.

No caso brasileiro, é possível observar que o governo seguiu, em linhas gerais, a sequência de medidas macroeconômicas anticíclicas convencionais- políticas monetária e fiscal- e não convencionais – medidas regulatórias¹. No entanto, em comparação com as primeiras, essas últimas medidas foram subutilizadas. Entre o segundo trimestre de 2009 e o

¹ Diferentemente dos instrumentos convencionais de política macroeconômica, - como o manejo da taxa de juros e, em alguns casos, medidas de controle dos gastos públicos – as políticas não-convencionais são aquelas que atuam no âmbito regulatório, tanto na gestão de fluxos de capitais quanto na regulação financeira prudencial.

terceiro trimestre de 2010, por exemplo, o único controle de capital adotado foi a imposição do Imposto sobre as Operações Financeiras (IOF) de 2% sobre os investimentos de portfólio no país (Cunha & Prates, 2011).

Como forma de enfrentamento dos problemas de liquidez, o Banco Central, diante da incerteza quanto ao impacto e duração da crise, realizou leilões de venda final de divisas e leilões de venda com recompra. Com esta atuação, ele mostrou-se disposto a suprir a liquidez por um tempo razoável. Contudo, estas iniciativas revelaram-se bastante cautelosas, em virtude da necessidade de manutenção do regime de política monetária vigente, que pressupõe o funcionamento das metas de inflação.

Já no âmbito fiscal, a resposta do governo deu-se em cinco principais frentes: (i) ampliação dos investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC); (ii) Programa Minha Casa Minha Vida, com R\$28 bilhões em subsídios e R\$60 bilhões em investimentos; (iii) Plano Safra 2009/2010, com R\$107 bilhões (2009-2010); (iv) manutenção e expansão dos programas sociais (bolsa família, reajuste do salário mínimo); e (v) redução de tributos: IPI, IOF, PIS/COFINS (Ferraz, 2013).

O que se constata é que alguns elementos de fato contribuíram para amortecer os impactos da crise, dentre os quais destacam-se as políticas anticíclicas adotadas e o padrão de crescimento com melhoria na distribuição de renda. É provável que o Brasil tenha encontrado na crise uma possibilidade de conformação de políticas e medidas mais expansionistas. Não obstante, a política cambial foi realizada por meio de intervenções pontuais que não chegaram a evitar a posterior valorização e a política monetária mostrou-se pouco ousada.

Finalmente, como principais fatores determinantes para a recuperação da economia brasileira colocam-se a política fiscal, com a ampliação do investimento e do gasto público, juntamente com a política creditícia, com a expansão do crédito e do financiamento via bancos públicos. (Nozaki, 2011).

Apesar de ambos os países adotarem políticas monetárias, creditícias e fiscais de caráter anticíclico na Grande Recessão, nota-se que estas foram mais incisivas nos Estados Unidos em comparação ao Brasil.

Dessa forma, ainda que a gestão macroeconômica brasileira neste período tenha tido um caráter contracíclico, com fornecimento de alguma liquidez e estabelecimento de medidas que ajudaram a amenizar a recessão, elas não foram suficientes para repor as condições anteriores

à crise, nem muito menos de reorganizar a economia de uma maneira dinâmica e sustentada. Em que pese isto, o atual quadro econômico brasileiro pode ser, em grande parte, reflexo deste processo anterior, em que, apesar de presentes, as políticas anticíclicas adotadas não foram bem-sucedidas e não tiveram um impacto tão mais profundo.

Logo, a hipótese trabalhada nessa monografia é a de que apesar de ambos os países terem adotado políticas monetárias, creditícias e fiscais de caráter anticíclico durante o período imediato ao advento da Grande Recessão (2008/2009), estas apresentaram algumas limitações no caso brasileiro. Nesse contexto, a contribuição desta pesquisa pretende se dar no sentido de analisar as diferenças na condução da política econômica nos Estados Unidos e no Brasil, levando em comparação não apenas questões tais quais inserção internacional, mas também o quadro institucional em que operam (regime cambial, sistema de metas de inflação, dentre outros). Dessa forma, a importância deste trabalho está em que poderá levar a uma maior compreensão da natureza das limitações das políticas anticíclicas, especialmente as brasileiras, em períodos recessivos.

Com esse objetivo, a monografia está dividida em quatro capítulos para além dessa introdução. O primeiro capítulo retoma importantes contribuições teóricas acerca do papel das políticas anticíclicas e, em última instância, do papel do Estado na economia, com a retomada de Hyman P. Minsky e de sua Hipótese da Instabilidade Financeira. Já o segundo, trata da crise no segmento imobiliário *subprime* nos Estados Unidos, de seus reflexos na economia e da reação da política econômica americana frente à crise. O terceiro capítulo, por sua vez, aborda os principais canais de transmissão da crise para o Brasil, bem como as políticas de resposta à adotadas por este país. Em seguida, o quarto capítulo, de caráter comparativo, analisa a eficácia e as limitações das políticas anticíclicas brasileiras no período estudado. Finalmente, a última seção tece considerações finais.

Capítulo 1 - A Grande Recessão e o “Momento Minsky”

Antes da Grande Recessão, as economias desenvolvidas passaram por um longo período de estabilidade, em termos de inflação e crescimento econômico, o que levou muitos economistas dos EUA a chamar esse período de “A Grande Moderação”. Segundo Wray (2008), esses economistas, como Bernanke (2004), acreditavam que devido à feliz confluência de um número de fatores, as economias estavam mais estáveis. Esses fatores incluíam: melhor gestão monetária por parte dos principais bancos centrais ao redor do mundo, que foi eficaz para a redução da inflação e das oscilações nos ciclos de negócios; o desenvolvimento tecnológico informacional, que permitiu uma melhor gestão do risco e também a rapidez na comunicação; além do processo de securitização, que melhorou a gestão do risco, e da globalização, que tornou fácil a absorção de choques devido ao efeito “espalhamento”.

No entanto, a ruptura do sistema financeiro americano a partir do final de 2007 colocou um fim na “Grande Moderação”, ao promover uma crise de caráter sistêmico sobre a economia mundial, com efeitos adversos sobre a renda e o emprego. Segundo a OECD (2008), a taxa de desemprego nos Estados Unidos atingiu um valor bem acima de sua taxa estrutural estimada, houve redução do poder de compra das famílias (devido à combinação do aumento do desemprego e elevação dos preços dos alimentos) e queda dos gastos das famílias. Ademais, devido à queda das perspectivas de vendas e a elevação da incerteza, também houve queda do gasto empresarial, bem como diminuição da produção industrial. O setor financeiro, por sua vez, devido ao aumento do risco de crédito, passou a limitar seus empréstimos. Dessa forma, o agravamento da crise financeira passou a afetar a atividade econômica através de vários canais, mas, sobretudo, através da restrição do crédito.

Dessa forma, com o colapso financeiro e a crise econômica subsequente, entraram em colapso também os principais pressupostos que formavam a ortodoxia do pensamento econômico. Dessa forma, tornou-se necessária a busca de teorias alternativas ao *mainstream* econômico, de tal sorte que ajudassem na compreensão dos mecanismos responsáveis pela existência de oscilações nas trajetórias das economias capitalistas modernas.

Nesse sentido, a seção seguinte analisa os principais referenciais teóricos no que diz respeito à atuação de políticas anticíclicas e da discussão sobre o papel do Estado. A seção que a sucede, por sua vez, analisa a contribuição da teoria minskyana para a compressão da crise.

1.1. Principais ideias acerca da atuação de políticas anticíclicas

O crescimento das economias capitalistas ao longo do tempo apresenta um comportamento errático e instável, com a ocorrência de oscilações em torno de suas tendências de longo prazo. Tais flutuações ocorrem não apenas em variáveis reais – investimento, produto, emprego – mas também em variáveis financeiras e monetárias – taxas de juros, preços, dentre outros. Em contraponto às teorias que defendem que os ciclos econômicos são causados por choques “externos”, advindos do lado da oferta – como, por exemplo, a Teoria dos Ciclos Econômicos Reais – as vertentes de inspiração keynesiana admitem que as flutuações cíclicas decorrem de mudanças na demanda efetiva, em um contexto no qual os mercados não estão em permanente equilíbrio e não se ajustam automaticamente em resposta à ocorrência de choques desestabilizadoras.

Minsky (1982, 1986), com a chamada *hipótese da instabilidade financeira*, defendeu que a evolução das estruturas de financiamento ao longo de períodos prolongados de prosperidade ocorre no sentido do aumento da vulnerabilidade financeira, com deterioração progressiva da qualidade dos débitos e adoção de posições cada vez mais especulativas. Dessa forma, a instabilidade é inerente ao capitalismo: decorre de forças endógenas, engendradas nas fases de aceleração do ritmo de acumulação capitalista.

Nesse sentido, haveria espaço para políticas anticíclicas atuarem de forma a amenizar os ciclos econômicos. Dessa forma, nas fases descendentes dos ciclos, o governo deveria estimular a demanda através do aumento dos gastos, realização de investimento, expansão do crédito e, ainda, por via da redução dos tributos. E o oposto deveria ocorrer nas fases de maior prosperidade do ciclo, com vistas a constituição de fundos de reservas a serem utilizados em períodos recessivos.

Minsky (1986), em linha com o pensamento keynesiano, aponta dois agentes econômicos que podem e devem atuar para que as instabilidades não se tornem depressões: o *Big Government* e o *Big Bank*. O primeiro, através de seus gastos fiscais, atuaria de tal forma a gerar:

- (i) Efeito sobre a renda e o emprego, decorrentes da demanda por bens por parte do governo. A existência de uma ampla e crescente proporção de renda disponível que seja independente dos níveis de emprego ou da lucratividade dos negócios é

benéfica, pois sustenta a demanda e, desse modo, previne uma profunda e prolongada queda durante a recessão;

- (ii) Efeitos orçamentários decorrentes da geração de déficits e superávits setoriais. A queda do fluxo de caixa das empresas reduz a capacidade de empréstimo na economia. O déficit do governo, por sua vez, é compensado por um movimento igual em direção aos superávits nos setores privado e doméstico, que levam ao aumento dos lucros e capacidade de endividamento desses setores, o que, mais tarde, levará a um aumento dos gastos autônomos desses setores;
- (iii) Efeito de portfólio gerado pelo financiamento do déficit. O déficit público é compensado por meio dos títulos públicos que atuam como ativos para o setor privado. Estes títulos ganham destaque durante a crise por serem seguros. Dessa forma, a existência de uma dívida governamental expressiva costuma servir como um estabilizador das carteiras de investimento durante as fases recessivas. Ao possuírem esses títulos, as empresas têm maior capacidade para realizar empréstimos, melhorando sua liquidez. O papel do *Big Government* é, assim, gerar tais títulos (através da dívida), que são mais líquidos, mais seguros, e desempenham importante papel em períodos de crise.

Por fim, o papel do *Big Bank* é estabilizar o valor dos ativos e dos mercados financeiros. Quando aumenta a incerteza, há queda generalizada dos preços dos ativos na economia. Esses ativos passam a ser aceitos com maior dificuldade, o que prejudica a captação de empréstimos por parte das empresas que detêm tais ativos. Isso prejudica a liquidez e as empresas podem, até mesmo, quebrar. Assim, o Banco Central atua garantindo o valor dos títulos, afetando as expectativas dos agentes, através da compra de títulos e da injeção de liquidez para absorção de perdas potenciais. (Farhi, 2012)

Na Grande Recessão, iniciada nos Estados Unidos em 2007, observaram-se a presença de políticas fiscais de cunho contracíclico, como, por exemplo o *Troubled Asset Relief Program* (TARP), anunciado pelo Tesouro americano, que despendeu um montante de US\$ 800 bilhões para auxílio às instituições bancárias em dificuldades após a queda do Lehman Brothers. Contudo, no caso brasileiro, como bem colocam Montes & Alves (2012), a atuação da política fiscal contracíclica trouxe à tona o discurso da visão convencional quanto à “permissividade” do Estado no que concerne o tratamento das contas públicas, abordagem esta que delega um papel secundário à política fiscal, a qual deve cuidar de garantir apenas condições de estabilidade e credibilidade.

Esta visão convencional difunde a ideia da existência de uma “economia saudável” e baseia-se na premissa de que o déficit público é um mal em si, grande responsável por processos inflacionários e que, assim, o governo deveria buscar o chamado orçamento equilibrado. Nesse sentido, o Estado e o mercado são vistos como antagônicos e irreconciliáveis. Na teoria econômica, a representação desta visão está, de um lado, na análise dos economistas novos clássicos sobre a ineficácia da política fiscal (Sargent & Wallace, 1981; Cuddington, 1997) e, de outro lado, nos defensores da chamada “contração fiscal expansionista” (Giavazzi & Pagano, 1990).

Os primeiros entendem que a inflação é no longo prazo e, em última instância, um fenômeno fiscal. O argumento central baseia-se na ideia de que a autoridade monetária, diante de uma insuficiência de demanda por títulos públicos, tende a financiar o restante da receita necessária para satisfazer a demanda da autoridade fiscal com emissão monetária. As implicações do modelo são as de que: o controle monetário não é sempre suficiente para controlar a inflação e há a necessidade de evitar a dominância fiscal, uma vez que se houver uma política fiscal controlada, a autoridade monetária pode segurar a inflação. Assim, justificam uma redução do papel do Estado na economia pela ineficiência das políticas macroeconômicas, que, por sua vez, resulta da capacidade dos agentes de antecipá-las (expectativas racionais) e, por conseguinte, neutralizar seus efeitos. Em decorrência, recomendam que a política monetária, única política macroeconômica que consideram, seja pautada pela adoção de regras fixas e transparentes.

Já os segundos preconizam uma redução do tamanho do Estado ao considerar que uma forte e prolongada redução da despesa pública induziria um aumento do consumo privado. A ideia é a de que com a contração fiscal (aumento de impostos ou diminuição dos gastos) há uma contração da dívida (diminui a necessidade de emissão de títulos no futuro e também o risco de default) e também uma queda da taxa de juros, o que levaria a um aumento do investimento. Por outro lado, a consolidação fiscal² pode ser entendida pelo setor privado como um sinal de que a participação do consumo do governo no PIB vai ser reduzida de forma permanente, de modo que no futuro os impostos também serão permanentemente inferiores. Isso levaria as famílias a aumentarem seu consumo atual.

²De acordo com a definição da OCDE, a consolidação fiscal é um conceito que identifica o resultado das medidas de política financeira destinadas a reduzir o déficit e a dívida. A consolidação fiscal tem o seu antecedente imediato no equilíbrio orçamentário e surge com a proposta de recusar a criação de mais dívida pública, através da imposição de regras restritivas.

Por sua vez, um aumento de gastos públicos pode, segundo eles, lançar dúvidas sobre a sustentabilidade da política fiscal e sobre o nível da relação dívida/PIB, suscitando um aumento da poupança e uma redução do consumo do setor privado. Como aparece no trabalho de Cuddington (1997), o papel da política fiscal, deve ser, assim, de tal ordem que gere um superávit primário suficiente para manter estável e sustentável a relação dívida/PIB.

Ademais, a importância dada à estabilidade de preços pode ser considerada como uma outra característica da visão do *mainstream*. Esta importância repousa, principalmente, na necessidade de reagir a aumentos de preços com elevação da taxa básica de juros, sendo que, na maioria das vezes, o crescimento econômico é relegado a segundo plano.

Em grande medida, influenciada por estas concepções teóricas, a condução da política fiscal brasileira mostrou-se ambígua, oscilando entre as necessidades de, por um lado, expandir os gastos públicos e, por outro, preservar a austeridade fiscal, o que limitou seu impacto contracíclico.

Já no que se refere à política monetária, o Banco Central, apesar de algumas medidas adotadas para injetar liquidez na economia, mostrou-se conservador em sua condução. Em certa medida, tal conservadorismo repousa na presença do Regime de Metas de Inflação no Brasil. Segundo Bernanke et al. (1999), este seria a melhor forma de condução da política monetária. No entanto, existem estudos contrários a tal proposição³. Uma avaliação da condução da política monetária nos Estados Unidos, por exemplo, mostra que o FED consolidou uma reputação anti-inflacionária sem ter implementado um regime formal de metas de inflação, isto é, através de uma condução “discricionária”, que não é realizada com vistas a atingir uma meta quantitativa explícita para a inflação. Dessa forma, este país teve um raio de manobra maior para reagir às perturbações na produção e no emprego.

1.2. A Grande Recessão e o “Momento Minsky”

Com o advento da Grande Recessão, houve a “redescoberta” de um dos principais autores e expoentes da escola Pós Keynesiana que se debruçou sobre o tema da existência de movimentos cíclicos na economia, com destaque para a relação entre esses ciclos e a instabilidade financeira: Hyman P. Minsky. Como destaca Papadimitriou & Wray (2010):

³ Ver Andrade & Deos (2010).

There is, then, hardly any need to comment on the relevance of Hyman Minsky's work to the global financial and economic crisis that began in 2007 in the US and quickly spread around the world. (PAPADIMITRIU & WRAY, 2010, p.1)

Minsky acreditava que havia duas visões fundamentalmente distintas acerca do funcionamento de uma economia de mercado: uma visão que ele associava a Adam Smith e outra que associava a Keynes. Na visão de Smith, os processos inerentes ao mercado geravam um equilíbrio econômico estático. Segundo a visão keynesiana, no entanto, as forças econômicas endógenas eram responsáveis pela instabilidade econômica e financeira e, portanto, pela existência dos ciclos. (Whalen, 2008)

Essas duas teorias acabam criando duas visões muito diferentes a respeito do funcionamento dos ciclos econômicos. De acordo com a visão smithiana (também contemplada pela Teoria dos Ciclos Reais), as intervenções de políticas públicas não antecipadas eram as fontes mais comumente identificadas dos ciclos. Já segundo a visão keynesiana, os altos e baixos da economia – também chamados de “*boom*” e “*bust*”, respectivamente – são produtos da dinâmica interna dos mercados.

Enquanto Keynes acreditava que a visão smithiana era inadequada para a compreensão do processo de acumulação de riqueza, a visão econômica dominante - *mainstream* econômico- adota a chamada “hipótese do mercado eficiente”. Segundo essa hipótese, mesmo que os indivíduos tomadores de decisão obtenham os valores errados dos preços dos ativos, o mercado, como um todo, irá recebê-los da maneira correta, o que significa que os instrumentos financeiros são movidos por uma mão invisível e irão refletir os verdadeiros valores dos ativos. Além disso, essa visão convencional acredita na eficácia dos instrumentos estatísticos e probabilísticos para a avaliação dos riscos. Dessa forma, a interferência no sistema de mercado é vista como a principal causa dos desequilíbrios econômicos, os quais, portanto, são sempre ocasionados por fatores exógenos.

Ao invés de adotar a hipótese do mercado eficiente, Minsky desenvolveu o que chamou de a hipótese da instabilidade financeira (HIF). A HIF de Minsky pode ser considerada a antítese da hipótese dos mercados eficientes. Enquanto esta última hipótese considera que, em razão da possibilidade dos agentes incorporarem em suas decisões todas as informações relevantes para avaliação dos valores de ativos financeiros, os preços dos ativos irão determinar objetivamente e de forma eficiente as variáveis que de fato determinam os rendimentos gerados por estes ativos, a HIF de Minsky compreende que em uma economia monetária em que a

atividade econômica é organizada em função da busca por ganhos nominais, é impossível identificar elementos puramente objetivos que determinem a remuneração futura gerada por um ativo financeiro; isso ocorre porque as opiniões dos agentes financeiros são as principais determinantes do valor presente de instrumentos financeiros e, como tais opiniões estão sujeitas a mudanças, os preços de ativos financeiros e o mercado financeiro como um todo são voláteis. (Conceição, 2009)

Segundo a HIF, a estrutura de uma economia capitalista se torna mais frágil ao longo de um período de prosperidade. Isso ocorre porque, durante a fase de expansão, as empresas em áreas altamente rentáveis da economia passam a tomar quantidades crescentes de dívida, e seu sucesso incentiva um comportamento semelhante por parte de outros agentes. Dessa forma, o financiamento de novos investimentos segue um caminho específico, passando de uma estrutura de financiamento conservadora para uma estrutura mais frágil. (Whalen, 2008)

Essa teoria da fragilidade financeira de Minsky classifica o financiamento em projetos de investimento em três categorias: finanças *hedge*, especulativas e *Ponzi*. No primeiro tipo de financiamento, mais conservador, o mutuário espera que os fluxos de caixas gerados pelo investimento facilmente irão atender às futuras saídas de caixa contratuais. Quanto maior o peso do capital próprio no financiamento de projetos de investimento, maior será a probabilidade de que o agente esteja envolvido em uma operação de financiamento *hedge*. Essa forma de financiamento é típica dos estágios iniciais de recuperação dos ciclos. (Davidson, 2008)

Entretanto, ao longo do *boom* de investimento, os agentes passam a assumir posições financeiras cada vez mais arrojadas, passando da estrutura *hedge* para a especulativa e *Ponzi*, respectivamente. No financiamento especulativo, o mutuário sabe, dados os termos do contrato da dívida, que as saídas de caixa para atender as obrigações da dívida irão, em algum momento específico no futuro, ultrapassar as entradas de caixa geradas pelo projeto de investimento. Assim, ao celebrar o contrato de dívida, o agente sabe que, em algum momento no futuro, ele terá que refinarçar as restantes saídas de caixa. Essencialmente, essa é uma operação de finanças especulativas, já que o devedor está presumindo que, quando necessário, a obrigação de dívida contratual excedente poderá ser “rolada”. No entanto, se no momento de refinarçar a dívida a oferta de crédito não estiver disponível, o mutuário poderá entrar no financiamento tipo *Ponzi*.

Esta categoria de financiamento torna o sistema financeiro mais frágil. Em um esquema do tipo *Ponzi*, o agente está ciente de que os fluxos de caixa futuros gerados pelo investimento não serão suficientes para atender às futuras saídas de caixa. Dessa forma, o

mutuário emite um segundo conjunto de títulos de dívida para, pelo menos inicialmente, obter um fluxo de caixa suficiente para fazer frente às futuras obrigações. Contudo, essa segunda emissão de dívida aumenta o nível de saídas de caixa futuro e, assim, o devedor é obrigado a emitir um terceiro conjunto de títulos de dívida para atender as crescentes obrigações de dívida. Isso leva a um esquema de “pirâmide *Ponzi*”, o qual deve falhar a partir do momento em que não houver compradores para as posteriores emissões de dívidas para cumprir as obrigações presentes e passadas. Neste ponto, o regime financeiro *Ponzi* entra em colapso e ocorre o que ficou referenciado como “momento Minsky”. (Davidson, 2008)

Assim, Minsky sintetiza sua hipótese da instabilidade financeira em duas proposições essenciais. A primeira é a existência de dois “regimes” financeiros – um consistente com períodos de estabilidade e outro no qual a economia está sujeita à instabilidade. A segunda proposição é a de que a “estabilidade é desestabilizadora”, isto é, processos endógenos tendem a tornar sistemas estáveis em sistemas cada vez mais instáveis (Wray, 2008). Durante o período de expansão, novas dívidas privadas aumentam relativamente às novas emissões de financiamento via capital próprio, o que funciona como um incentivo para que agentes que se financiam via capital próprio passem a aumentar sua renda durante a expansão através da alavancagem financeira⁴. Devido à expectativa de que o crescimento se manterá, a taxa de capitalização de ativos mais firmemente e amplamente sustentará a continuação do boom. Essa relativa sobrevalorização do valor do capital próprio e dos ativos resulta na continuação da expansão e na redução da proteção, o que levará ao aumento da fragilidade do sistema financeiro.

Ademais, como elucida Kregel (2009), a HIF levanta a possibilidade das crises financeiras ocorrerem no caminho “normal” da economia e essa formulação resulta de uma visão keynesiana que elimina a tradição dos ciclos reais. Assim, Minsky argumentou que um período de expansão inevitavelmente produz mudanças na estrutura econômica que produzem instabilidade e levam a expansão para o fim.

Diferentemente de algumas explicações populares para as causas da crise financeira, Minsky não culparia a “exuberância irracional”, ou “manias”, ou “bolhas”. Ao invés disso, a análise de Minsky é sempre institucional e histórica (Wray, 2008; Papadimitriou & Wray, 2010). Nesse sentido, a crise que culminou na Grande Recessão pode ser considerada uma

⁴“Alavancagem financeira é o uso de variados instrumentos financeiros, ou capital de terceiros, para aumentar o retorno potencial de um investimento. Também pode ser entendida como o montante de dívida usado para financiar os ativos de uma empresa. Uma empresa que possui uma quantidade significativamente maior de dívida em relação à quantidade de capital próprio é considerada como altamente alavancada.” Disponível em: <http://www.investopedia.com/terms/l/leverage.asp#ixzz4CFCTOhbp>

consequência natural da explosão insustentável dos preços imobiliários, das dívidas hipotecárias e do advento de posições alavancadas em *securities*⁵ colateralizadas. Sendo assim, aqueles que produziram o *boom* comportaram-se de modo perfeitamente racional, pelo menos de acordo com o modelo que eles desenvolveram para guiar seus comportamentos. Ademais, como coloca Kregel (2008), Minsky sempre defendeu que banqueiros, que geralmente são mais bem informados sobre o ambiente de mercado global e sobre seus potenciais concorrentes, mantêm algumas margens de segurança, ou seja, os agentes financeiros não são nem ingênuos e nem irracionais.

O que ocorre é que, ao longo do período de expansão econômica, um processo evolutivo endógeno levou a uma redução das margens de segurança, dinâmica esta que deve ser baseada em algo mais do que a simples euforia ou de expectativas excessivamente otimistas. Na verdade, durante o *boom*, o universo de experiências de empréstimos torna-se cada vez mais positivo e a própria expansão, em vez de qualquer alteração na avaliação por parte dos credores, valida os projetos mais arriscados. Assim, tanto o credor quanto o devedor, tornam-se mais confiantes, sem qualquer necessidade de euforia ou excesso de otimismo. Os resultados desse processo são a abundância de empréstimos, o sobreinvestimento e o aumento dos riscos. (Kregel, 2008)

Portanto, rejeitando a euforia ou irracionalidade dos agentes como argumento para a causa da crise, Minsky acredita que essa repousa no funcionamento e nos desdobramentos do chamado capitalismo dos gerentes de dinheiro⁶, o qual caracteriza a nova etapa do capitalismo moderno, em que os grandes fundos financeiros são geridos por administradores profissionais que podem ser chamados de “gerentes de dinheiro” pelo fato de que suas decisões de compra e venda de ativos buscam, essencialmente, a realização do maior retorno financeiro possível no curtíssimo prazo. Esses fundos financeiros são altamente alavancados e operam em um ambiente que sistematicamente subestima os riscos. Além disso, a pouca regulamentação ou supervisão das instituições financeiras facilitou a criação de instrumentos financeiros que rapidamente se espalharam ao redor do mundo. (Wray, 2009)

Não obstante os elementos que produziram as oscilações financeiras mais recentes também estarem presentes em outras crises capitalistas que ocorreram ao longo da história, as condições para que a instabilidade financeira produzisse um desastre econômico semelhante ao

⁵ *Securities* colateralizadas correspondem a empréstimos de títulos (derivativos ou outros tipos de *securities*) que exigem que o tomador de empréstimo forneça algum tipo de garantia (colateral) no caso do empréstimo não ser pago. Disponível em: <http://www.investopedia.com/terms/s/securitieslending.asp#ixzz4CFJhXKE0>

⁶ Do inglês “*Money manager capitalism*”

de 1929 foram mais bem recriadas no período da Grande Recessão (Conceição, 2009). O papel desempenhado pelos “gerentes de dinheiro” e as mudanças tragas por esse novo tipo de capitalismo foram fundamentais para que isso ocorresse.

Papadimitriou & Wray (2010) ressaltam a importância de tais mudanças. Segundo os autores, a forte influência de muitos elementos da teoria de Schumpeter está presente na abordagem de Minsky. Ambos os intelectuais defendiam que nenhuma sociedade, na prática, poderia permanecer estática; na verdade, mudanças espontâneas, descontínuas e revolucionárias no fluxo circular deslocam para tão longe o equilíbrio que a adaptação se torna impossível e a rotina é abandonada. Assim, o desenvolvimento econômico resulta da inovação, caracterizada pela execução de novas combinações de materiais, forças, ou meios produtivos.

De acordo com Schumpeter, a ausência de inovações pode constituir uma barreira ao desenvolvimento econômico. Minsky, na mesma linha, defende que as economias marcadas pelas inovações financeiras estão sujeitas a *booms* e *busts*, pois essas inovações permitem que o crescimento das dívidas ocorra mais rapidamente que o aumento da capacidade de pagamento e, além disso, elas transferem renda para a classe rentista, a qual possui menor propensão para gastar. Logo, isso impactaria na diminuição da demanda agregada, o que seria um fator necessário para a continuidade da geração de renda necessária para o cumprimento do serviço da dívida. (Papadimitriou & Wray, 2010)

As principais mudanças e inovações descritas por Minsky podem ser identificadas a partir de meados do século XX. Desde então, ocorreu no mundo desenvolvido uma transição gradual de um setor bancário relativamente bem regulado na direção de instituições financeiras de “livre mercado” (Wray, 2009). Assim, segundo Wray (2008), as sementes para a crise de 2008 foram lançadas já em 1951, com a “*Treasury-Fed Accord*”, que liberou o banco central americano do seu compromisso de manter baixas as taxas juros de tal forma que, daí em diante, o FED poderia utilizar a taxa de juros para reduzir as pressões inflacionárias. Além disso, outras regras e regulamentos que datavam das reformas financeiras do *New Deal* e que visavam à preservação e segurança do sistema financeiro foram sendo gradualmente revogadas. Da mesma forma, o FED e os *policy makers* passaram a “relaxar as regras”.

Ainda segundo Minsky, a prática moderna de securitização de hipotecas de casas que começou no início dos anos 1980, embora geralmente apresentada como uma inovação tecnológica que surgiu como iniciativa do setor privado para diluir e melhor distribuir o risco, na realidade, foi uma resposta à política conhecida como “Choque de Juros”, realizada por Paul Volcker em 1979. Essa política fez parte de uma experiência monetarista, durante a qual o FED

supostamente direcionou o aumento da taxa de juros para combater a inflação. Nesse período, a taxa de juros dos *fed funds* foi estabelecida acima de 20%, mesmo com o conhecimento de que isso iria desacelerar a economia. (Wray, 2008)

Dessa forma, sob o novo regime de política monetária, nenhuma instituição financeira poderia “dar-se ao luxo” de manter entre seus ativos hipotecas de longo prazo que rendessem baixas taxas de juros fixas. Assim, os reguladores e supervisores “permitiram” que bancos e caixas econômicas até então bem regulados perseguissem atividades de maior retorno e risco. (Wray, 2009). Por conseguinte, as instituições financeiras responderam a cada episódio de “dinheiro apertado” através da inovação, criando novas práticas e instrumentos que tornassem a oferta de crédito mais elástica. Assim, com o passar do tempo a tendência a existência de *booms* especulativos se tornou mais difícil de ser atenuada:

In other words, irrational exuberance is just the end result of long-term policy induced, and in turn policy-validated, financial innovations that stretched liquidity and enabled prices of real estate and of equity to reach unjustified and unsustainable levels. (WRAY, 2008; p.6)

Além disso, o processo de desregulamentação foi facilitado em 1999, a partir da revogação do *Glass Steagall Act*. Essa lei mantinha separados os bancos comerciais (empréstimos e depósitos) dos bancos de investimento (leque mais vasto de instrumentos financeiros, incluindo investimentos em ações e *securities*), e sua revogação permitiu que os bancos comerciais passassem a se envolver uma gama mais ampla de práticas, de modo que pudessem melhorar sua competitividade. Assim, foram sendo eliminadas gradualmente várias importantes amarras regulatórias que mantinham sob controle o mercado financeiro americano. Acostumados a seguir as tendências econômicas ditadas pelos EUA, o resto do mundo adotou práticas parecidas e criou-se um sistema financeiro global extremamente interdependente e pouco regulado. (Conceição, 2009)

Assim, como Minsky salientou, a estabilidade econômica favoreceu o surgimento das inovações financeiras que “esticaram a liquidez” e o aumento da concorrência levou ao aumento da alavancagem por parte das instituições financeiras. Dessa forma, a cada passo, a desregulamentação permitiu o aumento dos riscos que tornavam o sistema mais vulnerável.

Portanto, à luz da análise minskyana, a crise do mercado *subprime* que teve início nos EUA em 2007 decorreu do aumento da concorrência e do avanço da desregulamentação financeira, que contribuíram para a configuração de um cenário econômico positivo, com

aumento da alavancagem e crédito fácil, fatores que garantiram a subida dos preços dos ativos e o aumento dos empréstimos hipotecários, uma vez que as casas poderiam ser refinanciadas ou vendidas mais tarde. Dessa forma, o ciclo virtuoso assegurou que o sistema financeiro iria se mover ao longo das estruturas *hedge*, especulativa e *Ponzi*. Essa última estrutura era mantida graças à apreciação constante dos preços das casas. (Wray, 2009)

Contudo, com o aumento abrupto da inadimplência das hipotecas reverteu-se o otimismo generalizado e sobreveio o estouro da bolha. A profundidade dessa crise se deveu principalmente à enorme proporção das posições *Ponzi*. Como consequência, os efeitos do estouro da bolha e a retração do crédito tornaram insolvente um número expressivo de entidades financeiras de todos os tamanhos, algumas até consideradas grandes demais para falir.

Após o colapso da bolha imobiliária americana, o medo e a incerteza se espalharam para outros mercados de títulos e os agentes do mercado perceberam que as *securities* lastreadas em hipotecas eram mais arriscadas do que o que se imaginava. Assim, as agências de *rating* rebaixaram a classificação de crédito das instituições seguradoras e o seguro que garantia os recebíveis hipotecários securitizados deixou de ser confiável. (Wray, 2009)

Nesse sentido, agosto de 2007 ficou conhecido como o ponto em que se dá a virada da bonança em mercados financeiros até então movidos pela abundância de crédito para o pânico em que os credores passam a reduzir significativamente a oferta de crédito e os valores dos ativos caem brutalmente: o famoso “Momento Minsky”.

Essa expressão foi cunhada por Paul McCulley, diretor-gerente da Pacific Investment Management Company (Pimco) durante a crise da dívida russa, em 1998. McCulley acredita que agosto de 2007 pode também ser considerado um momento Minsky, a partir do qual o medo paralisou os mercados de crédito ao redor do mundo (Andrade, 2009). Desde então, a expressão passou a ser comumente utilizada. Contudo, alguns autores questionam tal afirmação. Afinal, a crise do *subprime* no mercado imobiliário americano, que deu origem a Grande Recessão, pode ser considerada um “momento Minsky”?

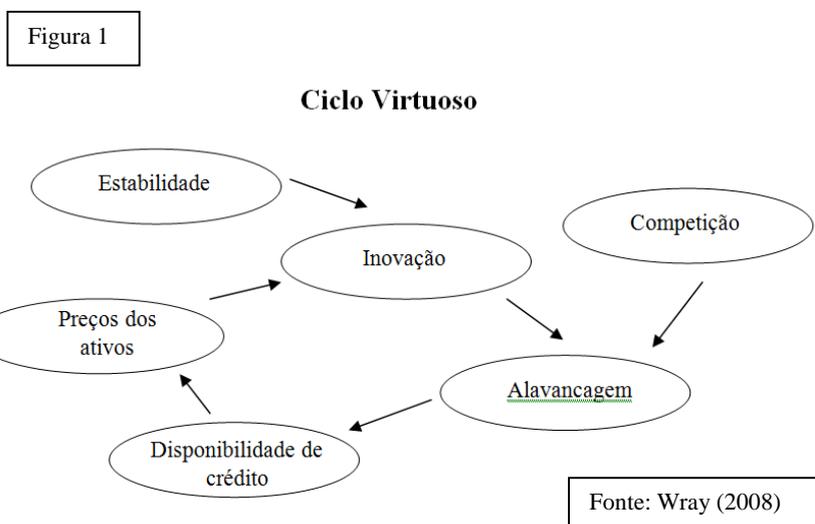
Segundo Whalen (2008), Hyman P. Minsky foi um dos principais especialistas da formação de crises e suas ideias permanecem relevantes, podendo ser aplicadas a crise do mercado *subprime* americano. Whalen defende que a crise de crédito dos EUA, iniciada em 2007, pode ser apropriadamente descrita como um “momento Minsky”. Segundo ele, o problema em julho de 2007 foi o rápido encolhimento do mercado de empréstimos: quando se tornou claro que um expressivo número de proprietários não iria conseguir pagar suas obrigações hipotecárias, o fluxo de empréstimos “secou” e os gestores de fundos se viram

cercados por enormes perdas. Nesta conjuntura, os riscos de retração econômica sistêmica e a depreciação dos ativos se tornaram muito evidentes.

Já Wray (2008; 2009), aponta que alguns cunharam a situação de momento Minsky, como Whalen (2007), porém, muitos não se aprofundaram suficientemente nas questões tratadas pelo autor. Dessa forma, ele aponta que ao invés de buscar as origens da crise nos acontecimentos mais recentes e nos eventos que ocorreram concomitantemente ao estouro da bolha, - como a redução da oferta de crédito - é necessário associar a crise do *subprime* a uma transformação de mais longo prazo ocorrida na economia global.

Assim, o autor realiza uma análise mais detalhada da obra minskyana, com especial atenção às mudanças históricas que colaboraram para a formação da bolha imobiliária; algumas delas já apontadas acima. Segundo o autor, o mercado financeiro regulado que existia após a Grande Depressão foi sendo gradualmente substituído por um frágil sistema financeiro. Na verdade, a própria estabilidade da economia no pós-guerra engendrou as condições necessárias para o advento da moderna fase do capitalismo: o já referido “capitalismo dos gerentes de dinheiro”, marcado pela maior instabilidade e por instituições altamente alavancadas buscando o máximo retorno possível em um ambiente que subestimava os riscos.

Nessa perspectiva, o colapso da bolha não pode ser visto como um “momento”, mas, pelo contrário, como um processo lento de transformação do sistema financeiro. Em seu esquema (figura 1), Wray apresenta que o ciclo virtuoso criado ao longo da década de 90 foi responsável pelo *boom* e consequente *bust*. Como discutido, a estrutura *Ponzi* requeria a apreciação dos preços dos ativos para ser validada e o sistema perfeito (a reavaliação das tranches) funcionou como combustível para o crescimento dos preços das casas e os avaliadores e corretores trabalharam juntos para facilitar esse processo:



Ainda sobre esse tema, Davidson (2008) discute que, segundo Minsky, para que a fragilidade financeira se desenvolva, algumas condições específicas devem ocorrer e, como tais condições não ocorreram, o colapso do mercado *subprime* não pode ser considerado um momento Minsky. Ao invés disso, a instabilidade do mercado financeiro americano de 2007 decorre de um problema de insolvência de grandes subscritores, causado por uma tentativa de securitizar – em outras palavras, tornar líquidos – as hipotecas. Ainda segundo o autor, a solução para esse problema seria, portanto, grandes injeções e capital novo nestas instituições e/ou a remoção de empréstimos inadimplentes; uma política monetária “fácil”, por si só, não seria capaz de impedir o aprofundamento da crise.

O autor vai ainda mais longe e defende que não houve um movimento a partir do esquema *hedge* para os esquemas especulativos e *Ponzi*, respectivamente. Na verdade, no momento da assinatura da dívida da hipoteca *subprime*, o mutuário foi levado a acreditar que ele estava empreendendo uma posição de financiamento *hedge*. Na maioria das hipotecas *subprime* não havia provisão para pré-pagamentos adiantados ou, então, tão grande pena de pagamento era especificada que o mutuário (e também o credor) não reconhecia a rolagem da dívida como uma opção viável. Por conseguinte, a operação financeira especulativa de Minsky nunca esteve disponível para os devedores *subprime*. Da mesma forma, a maioria dos mutuários *subprime* tem pouco ou nenhum acesso a capital e, sendo assim, não teriam a possibilidade de obter uma segunda (ou mesmo terceira) hipoteca. Logo:

It should be obvious therefore that the financial markets distress initiated by subprime mortgages does not meet the speculative and/or Ponzi finance operation characteristics specified by Minsky to describe his financial fragility situation. (DAVIDSON, 2008; p. 6)

Nessa mesma linha, Kregel (2008) procura explicar como a crise do *subprime* difere da tradicional hipótese de Minsky. Segundo ele, essa crise envolveu tanto o financiamento *Ponzi* quanto o declínio das margens de segurança. Logo, as condições para a formação da crise não resultaram de fatores endógenos. Ao invés disso, a crise resultou de margens de segurança insuficientes.

Assim, essas condições exógenas foram produzidas por um processo muito diferente do descrito por Minsky. O sistema passou a ser cada vez mais baseado na capacidade de geração de lucros por parte das instituições financeiras. Além disso, a quebra dos regulamentos do *New Deal* levou a uma importante reforma da regulamentação bancária.

Assim, segundo Kregel, a crise de 2007 não é resultado de um processo endógeno tradicional descrito por Minsky, em que o estreitamento das margens de segurança leva à fragilidade. Na crise do *subprime*, as margens de segurança foram insuficientes desde o princípio; o que é um resultado estrutural de como a credibilidade passou a ser avaliada no novo sistema financeiro “originar e distribuir”. Essa crise simplesmente revelou a insuficiência sistêmica da avaliação de crédito, ou a subavaliação dos riscos.

Logo, a redução da margem de segurança não teria sido, estritamente, um resultado endógeno do crescimento econômico estável à la Minsky, mas sim decorrente da mudança institucional ocorrida a partir da década de 80, com o advento do capitalismo dos gerentes do dinheiro, no qual os mutuários poderiam receber empréstimos desde que sua dívida estivesse devidamente securitizada e recebesse o aval das agências avaliadoras de crédito, as quais subestimavam os riscos.

Dessa forma, a crise iniciada em 2007 envolveu questões institucionais, expectacionais e de política econômica. Assim, o trabalho de Minsky é certamente uma fonte teórica importante, mas não é suficiente para tratar da explicação de todas as causas dessa crise. Portanto, a análise de Kregel (2008) não se mostra contrária à abordagem minskyana original, mas adiciona a ela outros elementos explicativos, como a mudança institucional.

Por conseguinte, para além da discussão quanto à pertinência de tratar a crise como um “Momento Minsky” ou não, é importante analisar as contribuições mais gerais que estão presentes em Minsky e que podem ser úteis para a compreensão da dinâmica de uma economia capitalista moderna. Por fim, a crise explicitou a necessidade de reavaliar as bases de sustentação do marco teórico que estabelecia as prescrições de política econômica, caracterizadas por uma abordagem convencional que não foi suficiente para impedir o advento da Grande Recessão.

Capítulo 2 - Estados Unidos: Crise do *Subprime* e Reação de Política Econômica

2.1. Formação da bolha imobiliária e reflexos para a economia americana

Entre 1997 e 2006 observa-se uma forte valorização dos imóveis residenciais americanos. Esse evento foi em grande medida promovido pela expansão do crédito imobiliário. Segundo Torres Filho (2008), o mercado de hipotecas movimentou uma média anual de US\$ 3 trilhões em novas operações entre 2001 e 2006, alcançado o máximo de US\$ 4 trilhões em 2003. Com o aumento dessas hipotecas, houve incorporação de um contingente expressivo de devedores *subprime* ao mercado, isto é, devedores sem histórico de aquisição de crédito ou com histórico de inadimplência, ou seja, pessoas físicas com elevado risco de crédito, os chamados NINJAs⁷. (Tabela 1).

Tabela 1 – Hipotecas emitidas nos EUA (2001 -2005) – Em US\$ bilhões

ANOS	HIPOTECAS EMITIDAS (A)	HIPOTECAS SUBPRIME (B)	(A)/(B) %	HIPOTECAS SUBPRIME SECURITIZADA S (C)	(C)/(B) %
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	625	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Fonte: Inside Mortgage Finance, The 2007 Mortgage Market Statistical Annual, Top Subprime Mortgage Market Players Key Data (2006). In TORRES (2008)

Os créditos imobiliários *subprime* apresentavam outras características que agravavam seu risco. As suas operações tinham caráter de longo prazo, aproximadamente trinta anos, que envolviam dois regimes de pagamentos: um período inicial curto de dois ou três anos, em que as prestações e as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas, seguido de outro de 27 a 28 anos, em que as prestações e os juros eram mais elevados. Ao passar da fase curta, os tomadores enfrentavam dificuldades para continuar honrando a dívida. Assim, a saída comum era trocar a

⁷ Expressão cunhada para se referir a uma espécie de crédito concedido a tomadores que não podem comprovar renda, nem emprego e nem a propriedade de ativos (“No Income, No Job or Assets”).

dívida por uma nova hipoteca. Isso só era possível porque os preços dos imóveis estavam se valorizando.

Os grandes bancos e corretoras americanas tiveram papel decisivo nesse processo. As cotas de menor risco eram vendidas diretamente aos investidores. As cotas de risco médio (B, BB, BBB) e de risco extremos eram submetidas a uma nova transformação financeira, através do uso de derivativos, que melhoravam a classificação desses créditos (fundo CDO⁸). E os chamados ativos tóxicos⁹ iam para a SIV¹⁰, onde as empresas podiam tirar de suas carteiras os ativos considerados de pior qualidade, com o intuito de reduzir o risco.

As raízes da crise estão na desaceleração do mercado imobiliário americano, a qual foi acompanhada pela queda dos preços das residências a partir do final de 2006. Com isso, ficou mais difícil renegociar as hipotecas *subprimes*, o que levou a uma onda de inadimplência.

A partir de 2006, portanto, os expressivos ganhos advindos com elevados preços das casas no mercado imobiliário norte-americano passaram a levantar preocupações sobre o que poderia ocorrer com a atividade econômica caso essa tendência ascendente dos preços fosse invertida, uma vez que a dinâmica do mercado habitacional pode ter forte influência sobre a atividade econômica.

Como coloca Mishkin (2007), a queda no setor de habitação unifamiliar, que passou do pico de 1.84 milhões de unidades em janeiro de 2006 para 1.15 milhões em meados de 2007, acompanhada pela contração do investimento residencial, é projetada para ter reduzido em 1% o crescimento do PIB americano ao longo dos dois últimos trimestres de 2006 e os dois primeiros de 2007.

Além disso, Mishkin aponta que a instabilidade financeira costuma ocorrer quando os choques financeiros interrompem os sistemas intermediários de créditos de forma tão severa que esse sistema não é mais capaz de canalizar fundos para as famílias dignas de crédito e empresas com oportunidade de investimento produtivo. Dessa forma, sem o devido acesso ao

⁸ O Fundo CDO (*Collateralised Debt Obligations*) emitia novas séries de títulos com características de risco e retorno escalonadas, a exemplo do fundo de hipotecas. Através desse expediente, os bancos conseguiam que 75% das dívidas colocadas no CDO dessem lugar a novos títulos classificados pelas empresas especializadas em níveis superiores aos *ratings* dos ativos que constituíram o fundo. (Torres, 2008)

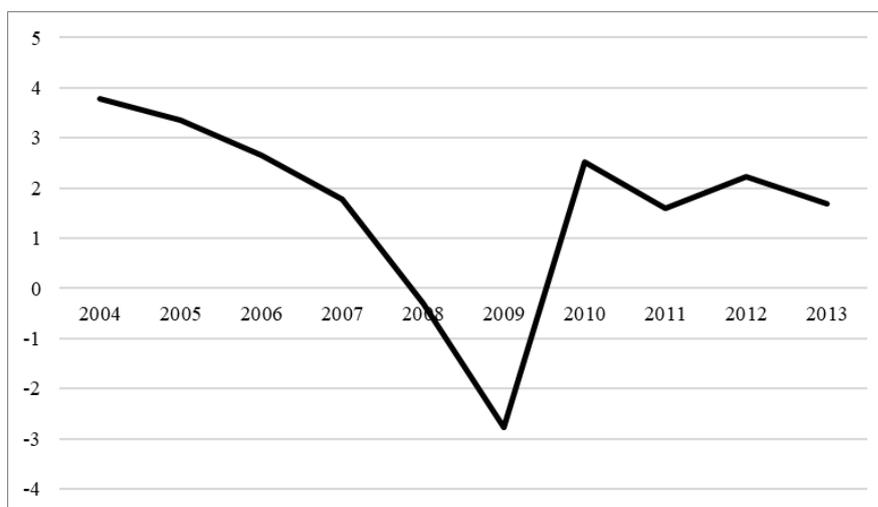
⁹ A partir do estouro da bolha, tornou-se claro que esses ativos estavam sobrevalorizados e que eles “nada valiam”. Contudo, no período anterior ao estouro, esses ativos, apesar de muito arriscados, proporcionavam alto retorno para as instituições financeiras.

¹⁰ Conjunto de empresas específicas (*Structured Investment Vehicles*) cujo único propósito era emitir títulos de curto prazo – *commercial papers* – usados, nos EUA, para remunerar aplicações de caixa de empresas.

financiamento, as famílias e empresas passam a cortar seus gastos, o que pode trazer consequências para a atividade econômica em geral.

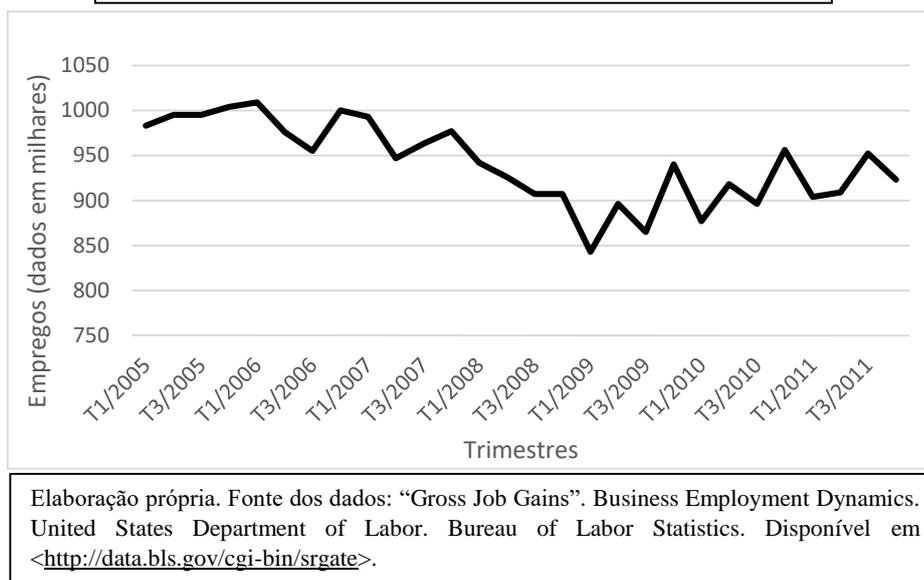
Assim, o crescimento do produto interno bruto americano (Gráfico 2) foi desfavoravelmente afetado durante a Grande Recessão, apresentando-se negativo entre 2008 e 2009, quando passou de US\$ 14.718,6 bilhões para US\$14,418,7 bilhões. Além disso, segundo o relatório “*Why Has Unemployment Risen? Insights From Labor Force Flows*” do Departamento do Trabalho dos EUA, vários indicadores econômicos apontaram para a tendência de enfraquecimento do mercado de trabalho a partir de maio de 2007 até maio de 2008, período em que o número de desempregados passou de 6.9 milhões para 8.5 milhões, e a taxa de desemprego subiu de 4,5% para 5,5%. Assim, conforme mostra o Gráfico 3, os ganhos brutos de emprego no país apresentaram tendência de queda a partir de 2006 e, apesar da aparente retomada a partir de 2009, esta variável não atingiu seu patamar inicial, anterior à crise.

Gráfico 2 – Produto EUA (%)



Elaboração própria. Fonte: “GDP anual growth”. The World Bank Data. Disponível em < <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>>.

Gráfico 3 – Ganhos Brutos de Emprego EUA



Contudo, apesar da significativa fragilidade da atividade econômica, com queda da produção industrial e do PIB, tanto nos países desenvolvidos - como é o caso dos EUA - como nos países em desenvolvimento, a severidade da crise de 2008 foi menor do que a imposta pelas consequências dramáticas da Grande Depressão dos anos 30. Ademais, no fim de 2009, a economia americana passou a dar os primeiros sinais de retomada, apontando para um crescimento (Oreiro, 2011). Isso só foi possível devido à atuação de políticas econômicas anticíclicas. Serão discutidas, a seguir, as principais medidas adotadas em resposta a esta crise nos EUA, bem como seus impactos sobre o lado real da economia.

2.2. Política monetária

A crise financeira que teve início em 2007 pode ser considerada a mais grave do Pós Segunda Guerra, com impactos em âmbito global e efeitos amplos sobre uma série de mercados e instituições financeiras. As medidas utilizadas para mitigá-la, portanto, precisavam mostrar-se enérgicas. No caso dos Estados Unidos, dentre tais medidas, a política monetária mostrou-se fundamental para fazer frente à crise de liquidez e para garantir a solvência do sistema monetário. A respeito dela, há controvérsias quanto à sua efetividade no período que antecedeu à crise.

Segundo Bernanke (2010), alguns observadores atribuem à política monetária excessivamente frouxa realizada no período anterior ao estouro da bolha, marcada pela manutenção de baixas taxas de juros dos fundos federais pelo *Federal Open Market Committe*

(FOMC) ¹¹, como um fator de estímulo para a formação da bolha e, conseqüentemente, da crise. Contudo, segundo o autor, a política monetária desempenhada neste período pelo FED foi adequada e compatível com a experiência histórica e com o ambiente macroeconômico até então existente e, diante disso, a maior regulação e supervisão financeira teriam sido abordagens mais eficazes para restringir a bolha imobiliária do que o aumento generalizado da taxa de juros.

Ainda em relação ao período anterior à eclosão da crise, acreditava-se que os ciclos econômicos estariam satisfatoriamente controlados, e a boa condução das políticas econômicas evitaria grandes colapsos, como ocorreu durante a Grande Depressão nos anos 1930. No que diz respeito à política monetária, a adoção de metas para a inflação e o uso do referencial da taxa de juros como principal instrumento garantiriam a estabilidade. Nesse sentido, segundo Bernanke (2004), o mundo vivia um período conhecido como a “Grande Moderação”.

No entanto, a ruptura do sistema financeiro americano a partir do final de 2007 colocou um fim na “Grande Moderação”, ao promover uma crise de caráter sistêmico sobre a economia mundial, com efeitos adversos sobre a renda e o emprego.

Esse novo quadro colocou desafios não só para a atuação das políticas econômicas, que precisavam ser “agressivas”, mas também para a base teórica e metodológica que embasou as políticas econômicas adotadas por um número expressivo de países antes da Grande Recessão. Essa base ficou conhecida como “O Novo Consenso Macroeconômico” (NCM), constructo teórico formado pela combinação de algumas escolas de pensamento, sobretudo a novo-keynesiana e novo clássica. O principal resultado do NCM foi propor mudanças na condução da política monetária, de tal forma que o objetivo primordial das autoridades monetárias passou a ser o alcance da estabilidade de preços. Mais especificamente, Arestis (2003) coloca quatro principais contribuições dessa nova abordagem: i) a criação de metas para a inflação; ii) o uso da política monetária como instrumento de política fundamental para atingir a meta; iii) o pressuposto de que a política monetária deve ser operada por um banco central independente e iv) a preocupação da política monetária deve ser o controle da inflação, de tal forma que os demais objetivos da política econômica são tidos como secundários.

¹¹ Nos EUA, a definição das metas para as taxas de juros dos fundos federais (custo das reservas no mercado interbancário, que funciona como a taxa básica de juros) é realizada pelo Comitê de Mercado Aberto, “Federal Open Market Committee” (FOMC). O FOMC se reúne oito vezes por ano para fundamentar a tomada de decisão sobre a taxa de juros básica. Para isso, é feita uma análise das condições econômicas e monetárias do país e do exterior, de modo a indicar qual política de juros básica é mais adequada aos objetivos de política econômica. (Carvalho *et al.*, 2007).

Dessa forma, os principais mecanismos de transmissão foram simplificados aos impactos da taxa de juros de curto prazo. Os demais canais de transmissão, como o de crédito e o de câmbio, mover-se-iam, de acordo com essa visão, de forma previsível com os movimentos da taxa básica de juros. Além disso, os demais instrumentos monetários foram reduzidos às operações de mercado aberto e a função de emprestador de última instância. A primeira seria uma forma de garantia de segurança para as operações financeiras e a segunda uma forma de suprir a liquidez dos bancos sempre que necessário. (Saraiva *et al*, 2014)

As primeiras medidas realizadas pelo FED como resposta à crise lançaram mão de instrumentos convencionais de política monetária, sobretudo através da considerável redução das taxas básicas de juros. Estas passaram de 5,25% em 2006 para 2% no começo de 2008 e os instrumentos de redesconto passaram a atuar sobre a ampliação da oferta de liquidez e empréstimo para os *dealers*¹² primários.

Contudo, a quebra do Lehman Brothers em setembro de 2008 e a ameaça de paralisação do mercado interbancário marca um período de inflexão, em que os efeitos deletérios da crise ganham uma nova dimensão. Nesse momento, tornou-se claro que as medidas convencionais até então utilizadas não seriam suficientes para conter o avanço da crise. A taxa de juros básica atingiu o patamar próximo a zero (0,25%) no final de 2008 e, como decorrência mais importante, as autoridades americanas, em especial o FED, passaram a adotar um conjunto amplo de políticas anticíclicas monetárias não-convencionais. A respeito disso, Cecchetti (2008, p.27) é claro ao dizer que: “seeing this, policy makers tried to figure out what to do. Traditional interest rate instruments proved to be ineffective, so FED officials tried a variety of new things”.

Dessa forma, tornou-se evidente que nem as forças de mercado e nem as políticas monetárias convencionais seriam eficientes para a retomada do crescimento. Nesse sentido, o período foi marcado pela atuação de políticas monetárias não-convencionais, sobretudo as políticas de crédito e a políticas de *quantitative easing*. As políticas de crédito compreenderam a atuação do banco central no mercado de capitais (emprestador de última instância) e o *quantitative easing*, por sua vez, impactaram na expansão significativa do balancete do FED e na expansão da base monetária. (Saraiva *et al*, 2014)

¹² Os *dealers* são instituições financeiras credenciadas pelo Tesouro Nacional com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos, estas atuam tanto nas emissões primárias de títulos públicos federais como na negociação no mercado secundário desses títulos.

A intensidade dessas políticas não-convencionais não foi constante, mas esteve associada às diferentes fases da Grande Recessão. A primeira fase, compreendida entre agosto de 2007 até 15 de setembro de 2008, correspondeu à fase “pré-pânico”, em que houve destaque para as políticas de crédito direcionadas. A segunda fase correspondeu ao “pânico” do período entre o final de setembro até outubro de 2008, em que a queda do *Lehman Brothers* deflagrou uma crise sistêmica e de caráter global. Nessa fase, além da ampliação das políticas de crédito fez-se uso das políticas de *quantitative easing*. Por fim, a última fase compreendeu a fase “pós-pânico”, em que a sinalização de melhoria dos mercados financeiros levou o FED a anunciar a reversão, gradativa, de tais políticas. (Taylor, 2010)

A seguir, são analisadas as principais medidas de políticas de crédito e o *quantitative easing*.

2.2.1 Políticas monetárias não-convencionais: Políticas de crédito

As políticas de crédito nesse período reforçaram o papel de prestador de última instância do banco central americano, isto é, elas estiveram ligadas à concepção de que o Banco Central deve emitir moeda para conter a corrida para a liquidez, de modo a evitar a contração do crédito e uma possível crise bancária. Nesse sentido, o BC deve ser capaz de gerar liquidez quando o resto do sistema não é capaz de realizar tal feito. Ademais, essa função tem como prerrogativa a possibilidade da atuação de uma forma discricionária. (Carvalho, 2012)

Segundo Saraiva *et al* (2014), as políticas de crédito tiveram duas fases. Na primeira foram adotadas como medidas principais o *Term Discount Window Program* (TDWP), o *Term Auction Facility* (TAF), *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) e o *Term Securities Lending Facility* (TSLF). A segunda fase, que sofreu influência da queda do *Lehman Brothers*, foi marcada pela intensificação e aprofundamento de tais medidas, com implantação do *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF), *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF), *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) e *Single-Tranche Term Repurchase Agreements* (OMO). Todos estes programas foram realizados com o objetivo de impedir a repetição do *crash* de 1929, através do suprimento de liquidez para o mercado privado.

De forma a combater a fragilização e atuar na capacidade de solvência das instituições financeiras, o *Term Discount Window Program* (TDWP) caracterizou-se pela ampliação do prazo de empréstimos emergenciais do FED de um para até três meses a uma taxa de juros mais baixa. Nesse mesmo sentido, no final de 2007, foi criado o *Term Auction Facility* (TAF), o qual

aumentou consideravelmente os empréstimos do FED e instituiu leilões frequentes, de modo a reduzir o “efeito reputação negativo” que os bancos incorriam ao acessar o FED ao invés do mercado interbancário de reservas. Por meio desse programa, o banco central americano chegou a ampliar as suas reservas em quase US\$500 bilhões. (Santiago, 2012)

Além de tais medidas, no começo de 2008, o FED criou o *Term Securities Lending Facility* (TSLF), que promoveu empréstimos de títulos públicos em troca de títulos privados de baixa liquidez e valor. De modo a ampliar a oferta de crédito e fazer frente à escassez de financiamento no mercado interbancário, é lançado o *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF). Ademais, para fazer frente ao avanço sistemático da crise para outras economias, há a criação do *Reciprocal Currency Agreements* (RCA), programa que, através de acordos bilaterais com os bancos centrais, visava prover liquidez também para as instituições estrangeiras afetadas pela crise.

Contudo, como já ressaltado anteriormente, em decorrência da falência do *Lehman Brothers* surge a necessidade de ampliação de tais medidas anticíclicas, além da redução da taxa básica de juros próximo a zero, de modo que se enseja uma nova fase da atuação das políticas de crédito. Nesta, procurou-se atuar também sobre a parcela do sistema financeiro não bancário. Com a *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF), o FED buscou prover empréstimos de curto prazo para a aquisição de *asset-backed commercial papers* de modo a impedir uma venda desenfreada destes ativos e para sustentar seus valores. O mesmo ocorreu com o *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF). (Santiago, 2012)

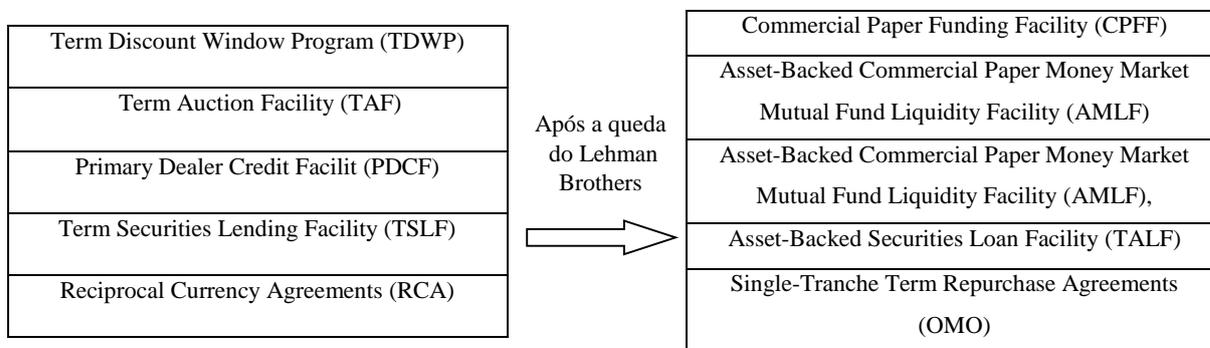
Além disso, em parceria com o Tesouro, o FED lançou o *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF). Diferentemente dos dois últimos pacotes mencionados, o TALF tratava da concessão de empréstimos de longo prazo (3 a 5 anos) para que os investidores adquirissem novos ativos com classificação triplo A¹³. O objetivo era garantir o valor dos ativos, uma vez que sua venda generalizada poderia corresponder ao colapso do sistema bancário e financeiro.

Durante a primeira fase das políticas de crédito, as medidas acumularam um montante de US\$ 455 bilhões em agosto de 2008. Na segunda fase, com sua intensificação, esse valor saltou para US\$ 1,8 trilhões em dezembro de 2008, um valor realmente expressivo. Esse valor de empréstimos permaneceu elevado até 2009, mas a partir de 2010, com a sinalização de

¹³ Melhor tipo de classificação, com menor risco associado.

melhoria dos mercados financeiros, esse volume caiu para US\$ 78 bilhões em abril. (Saraiva *et al*, 2014)

No esquema abaixo, encontram-se resumidas as principais políticas de crédito adotadas:



2.2.2 Políticas monetárias não-convencionais: *Quantitative easing*

Como já foi visto, em dezembro de 2008, o FOMC realizou um esforço na tentativa de combater o que estava se configurando como a pior recessão econômica mundial desde a década de 1930. A partir de então, com todos os seus instrumentos convencionais já tendo sido utilizados, o FED adentra, então, no “admirável mundo” da flexibilização monetária. (Blinder, 2010)

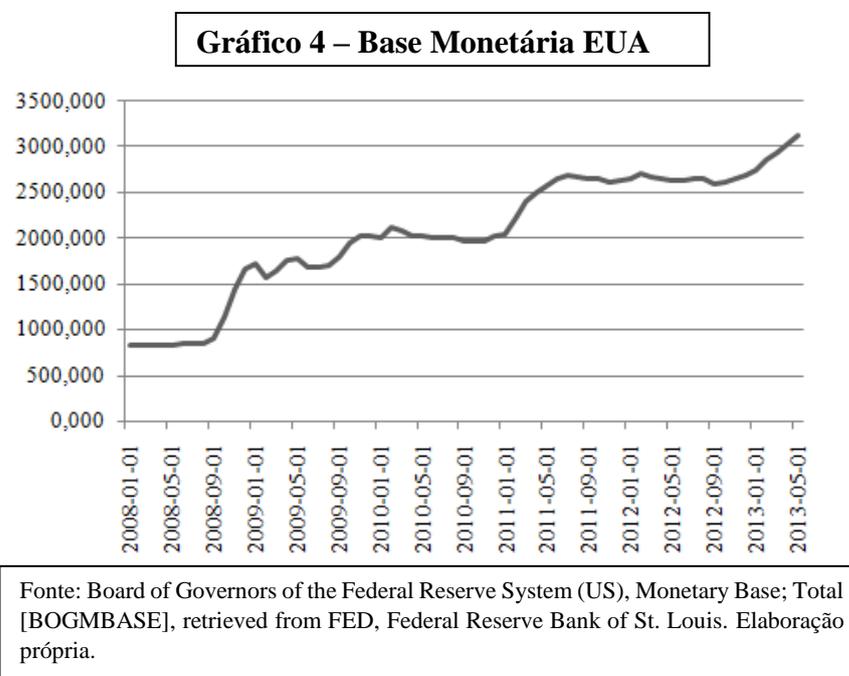
As políticas de afrouxamento monetário estiveram ligadas a duas medidas, principalmente, a *Large-Scale Asset Purchase Programs* (LSAP) e *Maturity Extension Program* (MEP). Enquanto a primeira foi constituída pela compra de títulos e ativos e resultou na expansão do balancete do FED, a segunda caracterizou-se pela compra de títulos de vencimento mais longos pela venda de títulos com prazos mais curtos, de forma a alterar a maturidade dos títulos e prover liquidez ao sistema. (Saraiva *et al*, 2014)

Esse pacote de medidas ficou conhecido como *quantitative easing*, o qual pode ser analisado seguindo três rodadas:

- i) *Quantitative easing* I (março a outubro de 2009): o FED lançou o *Purchases of Long-Term Treasuries*, que resultou na disponibilização de mais de US\$ 300 bilhões para a aquisição de títulos públicos de longo prazo junto aos bancos para melhorar as condições nos mercados de crédito, através da promoção de liquidez imediata para o setor privado. O balancete do FED passou de US\$ 900 bilhões em títulos detidos em setembro de 2007 para US\$ 2 trilhões em novembro de 2010.

- ii) *Quantitative easing II* (novembro de 2010): fomentou a aquisição adicional de US\$ 600 bilhões em títulos de longo prazo e buscou realizar estímulos aos gastos das famílias e empresas;
- iii) *Quantitative easing III* (setembro de 2012): aquisição inicial de US\$ 40 bilhões para compra de títulos de agência securitizadoras do mercado imobiliário. Além disso, houve a instituição da compra mensal de US\$ 45 bilhões de títulos de longo prazo do Tesouro.

O impacto dessas três rodadas de *quantitative easing* pode ser visualizado através do Gráfico 4, o qual fornece o expressivo crescimento da base monetária total dos EUA (em milhões de dólares) para o período que compreende de janeiro de 2008 a janeiro de 2013:



Em suma, essas três rodadas promoveram uma expansão sem precedentes no balancete do FED, que saltou de US\$ 950 bilhões em agosto de 2008 para US\$ 2,3 trilhões para dezembro de 2008 e US\$ 4 trilhões em 2013. Por fim, em 2013, o FED anunciou o encerramento da política de *quantitative easing* para o ano de 2014, com reduções mensais de US\$ 10 bilhões no volume de compras, que até então era de US\$ 85 bilhões. (SARAIVA, 2014)

Assim, as políticas de crédito e o *quantitative easing* foram umas das principais responsáveis para a recuperação da economia americana e para evitar que a Grande Recessão se tornasse uma Grande Depressão aos moldes da dos anos 1930, isso porque elas representaram uma expressiva injeção de recursos para destravar o mercado de crédito. Além disso, a atuação

de tais políticas trouxe elementos novos para a contestação das principais suposições teóricas do Novo Consenso Macroeconômico, isto é, tornou-se evidente que a moeda é capaz de afetar as decisões dos agentes e os níveis de emprego e renda. Dessa forma, a política monetária não deve estar voltada apenas para o controle da inflação, mas também para a perseguição de outros objetivos políticos, tal qual se visualizou com a adoção das políticas monetárias não-convencionais adotadas nas fases críticas da Grande Recessão, quando a preferência pela liquidez dos agentes estava muito elevada.

2.3. Política fiscal

A despeito da severidade da recessão verificada nos dois últimos trimestres de 2008 e dois primeiros de 2009, que garantiu um marco histórico à crise das hipotecas *subprime*, muitos previam consequências ainda mais significativas devido à gravidade de seu impacto em termos de produto e emprego. Contudo, a intervenção maciça do governo norte-americano foi capaz de conter o agravamento da crise e reduzir seus impactos em termos de produto e emprego (Bastos & Mattos; 2011). Como salienta Blinder & Zandi (2010):

A stunning range of initiatives was undertaken by the Federal Reserve, the Bush and Obama administrations, and Congress. While the effectiveness of any individual element certainly can be debated, there is little doubt that in total, the policy response was highly effective. If policymakers had not reacted as aggressively or as quickly as they did, the financial system might still be unsettled, the economy might still be shrinking, and the costs to U.S. tax - payers would have been vastly greater. (BLINDER & ZANDI, 2010, p. 2)

Segundo Tcherneva (2011), desde o final dos anos 70, a maioria das economias havia abandonado completamente a crença na eficácia da política fiscal, em grande parte, devido ao advento da Hipótese da Equivalência Ricardiana. Segundo tal hipótese, os déficits do governo e a dívida pública não são capazes de afetar a atividade econômica, uma vez que o aumento do déficit público via diminuição dos impostos apenas adia os impostos para o futuro. Assim, os contribuintes irão antecipar a subida dos impostos futuros e reagir à redução de impostos aumentando sua poupança, de forma que nem a taxa de juros e nem a demanda agregada sofrem alterações.

No entanto, no bojo da crise do *subprime*, ocorreu uma mudança acerca do papel da política fiscal. Nesse sentido, as políticas econômicas estimularam a atividade econômica e impediram o avanço das pressões deflacionárias durante a crise. Os estímulos fiscais

implementados durante a recessão de 2008/2009 incluíram tanto o aumento dos gastos do governo quanto os cortes de impostos. Ambas as medidas foram concebidas para estabilizar a atividade econômica e a inflação ao estimular a demanda agregada. (Carvalho; Eusepi; Grisse, 2012)

Um aumento nos gastos do governo tem efeito direto sobre a economia, ao introduzir uma maior demanda por bens e serviços. O resultante aumento da renda e do emprego também fornece um efeito indireto, estimulando um maior consumo privado, enquanto as famílias e empresas ganham maior poder de compra. Ao contrário do aumento dos gastos públicos, impostos mais baixos implicam mais renda disponível para as famílias e as empresas. Como durante a crise muitas empresas e famílias enfrentam custos crescentes dos empréstimos e menor acesso aos mercados de crédito, é possível defender que o corte de impostos pode, então, restaurar a capacidade de gastar e deve, portanto, gerar mais efeitos estimulantes sobre a demanda agregada. (Carvalho; Eusepi; Grisse, 2012)

Nesse contexto, a resposta do Tesouro norte-americano à eclosão da crise das hipotecas *subprimes* seguiu duas linhas de ações complementares: i) evitar o colapso do sistema financeiro através do socorro às instituições financeiras (e, até mesmo, algumas não financeiras) e da atuação direta no mercado de títulos; ii) e sustentar a demanda agregada, de modo a conter quedas expressivas no nível de atividade. (Bastos & Teixeira, 2016)

Segundo Tcherneva (2011), os gastos do governo expandem automaticamente durante as recessões devido à existência de estabilizadores automáticos. Assim, os dispêndios do governo se ampliam devido ao aumento do pagamento de seguro desemprego, benefícios sociais e outros tipos de transferências, sobretudo para os desempregados e os mais pobres. Além disso, a arrecadação fiscal se reduz com a desaceleração da economia. Esses fatores combinados dão um caráter anticíclico ao déficit público. Ademais, é usual que em momentos de recessão um número de movimentos discricionários seja realizado visando à aceleração da recuperação. Esses movimentos normalmente incluem cortes de impostos adicionais para as famílias e empresas, transferências em caráter extraordinário e programas de gasto público.

No entanto, o que normalmente não estão incluídas na análise da política fiscal são as transferências governamentais e outras formas de assistência às instituições financeiras, as chamadas políticas fiscais não tradicionais, que na última crise constituíram um grande componente dos gastos do governo, que se destacaram, inclusive, em relação aos gastos públicos convencionais; estes últimos compreendem o pagamento de transferência, tais como

seguro desemprego, assistência temporária para as famílias carentes, segurança social, *Medicare*, créditos fiscais, subsídios diretos e muitos outros, os quais têm impacto na renda, no emprego, na pobreza, no investimento e crescimento. (Tcherneva, 2012)

Na verdade, os gastos públicos não convencionais fizeram parte da atuação direta do Tesouro americano no resgate do sistema financeiro, por meio da compra de ativos, injeção de capital em empresas e fornecimento de garantias financeiras. Essa grande injeção de gastos foi feita através, principalmente, da aquisição de um grande número de ativos financeiro “tóxicos” presentes nos balanços das instituições financeiras com dificuldades. Embora essas compras tenham sido executadas pelo *Federal Reserve*, elas constituem política fiscal porque o FED não poderia ter comprado passivos do setor privado sem a autorização do Congresso. Em essência, foi o Tesouro, com a ajuda do FED, que comprou os ativos financeiros dos bancos privados. (Tcherneva, 2011)

Essa intervenção do Tesouro no sistema financeiro teve início no fim do segundo mandato do presidente G.W. Bush, quando todos os programas e políticas a serem adotadas a seguir estavam contidos no arcabouço institucional do chamado *Troubled Asset Relief Program* (TARP), o qual foi criado em 3 de outubro de 2008, a partir da aprovação no Congresso da lei *Emergency Economic Stabilizations Act of 2008* (EESA). (Bastos & Teixeira, 2016)

Como destaca Webel & Labonte (2010), inicialmente, a atuação do governo norte-americano frente à crise foi constituída, sobretudo, através da tentativa de resolver os problemas das instituições individuais, caso a caso. Contudo, com o advento do pânico no mercado financeiro após setembro de 2008, os formuladores de política econômica foram convencidos de que era necessária uma intervenção mais ampla e sistemática. Assim, além da criação do TARP, o FED e o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) implementaram amplos programas de crédito e de garantia. As respostas dadas à crise podem ser classificadas em programas que visavam:

- (i) O aumento da liquidez das instituições financeiras;
- (ii) O fornecimento de capital diretamente às instituições financeiras para a sua recuperação
- (iii) Aquisição dos ativos ilíquidos de instituições financeiras para restaurar a confiança em seus balanços;
- (iv) Intervenção nos mercados financeiros específicos que tinham deixado de funcionar;

(v) Uso de fundos públicos para evitar a falência de instituições problemáticas que foram consideradas “grandes demais para quebrar” (“*too big to fail*”) por causa de sua importância sistêmica.

Abaixo, encontram-se as principais medidas anticíclicas adotadas pelo *Troubled Asset Relief Program* (TARP):

2.3.1. Troubled Asset Relief Program (TARP)

O TARP foi criado com uma dotação inicial de US\$ 700 bilhões para a compra de “ativos problemáticos” – cujos preços haviam desabado - de instituições financeiras em dificuldade. A ideia era retirar tais ativos, chamados “tóxicos”, do balanço dos bancos, melhorando sua situação financeira. Na prática, os US\$ 700 bilhões foram destinados a recapitalização das instituições financeiras insolventes, o que incluiu a injeção direta de fundos em bancos, compras de títulos lastreados em hipotecas e outras dívidas privadas, além da nacionalização da *American International Group* (AIG). (Tcherneva, 2012)

Segundo o United States Department of the Treasury (2010), sob a administração Bush, durante o outono e inverno de 2008, dentre os fundos disponíveis do TARP: (i) US\$ 234 bilhões foram investidos em bancos e instituições de poupança, dos quais US\$ 165 bilhões foram destinados a oito das maiores instituições financeiras do país; (ii) US\$ 40 bilhões foram investidos na AIG, juntamente com fundos adicionais do FED; (iii) e cerca de US\$ 20 bilhões em empréstimos foi fornecido para a indústria automobilística.

As principais ações do TARP concentraram-se em três direções: operações de crédito para que instituições privadas ou o FED comprassem os ativos problemáticos; injeção de capital nas empresas, na forma de ações preferências ou ações ordinárias (o que levou a estatização de algumas delas); operações não reembolsáveis para aliviar a situação financeira das famílias com dívidas hipotecárias em situações críticas. (Bastos & Teixeira, 2016)

O primeiro e maior dos programas do TARP foi o *Capital Purchase Program* (CPP), que inicialmente planejava injetar US\$ 250 bilhões no sistema bancário através da compra de ações preferenciais em bancos. (Webel & Labonte, 2010). Lançado em novembro de 2008, esse programa não se destinou a compra de ativos problemáticos, mas realizou uma injeção direta de capital nos bancos através da compra de ações preferenciais. Dessa forma, foi possível aliviar a situação financeira dessas instituições. O CPP foi responsável por 45% dos desembolsos do TARP. Além disso, 12,2% dos desembolsos realizados pelo programa foram obtidos pelo

Citigroup, sendo que o Tesouro não obteve perda de capital pelos desembolsos ao Citigroup e ainda obteve rendimentos. (Bastos & Teixeira, 2016)

O Tesouro também prestou assistência adicional para três instituições financeiras – Citibank, Bank of America e AIG – através de programas menores do TARP. Assim, o *Targeted Investment Program* (TIP) foi voltado para a compra extraordinária de ações preferenciais do Citigroup e do Bank of America e o *Asset Guarantee Program* (AGP) também foi voltado para essas duas instituições, concedendo garantias como parte da assistência excepcional que receberam.

Além disso, o *Community Development Capital Initiative* (CDCI) teve como objetivo apoiar as comunidades carentes de serviços financeiros, pessoas de baixa renda e pequenas empresas. O programa foi constituído por uma linha especial de compra de ações preferenciais que pagassem menos dividendos, condicionada ao direcionamento de crédito para cumprir os objetivos do programa.

O Tesouro também lançou o *Public Private Investment Program* (PPIP) para comprar seguros de ativos residenciais (*legacy securities*) problemáticos originários de ativos tendo como lastro empréstimos residenciais e comerciais. O objetivo central era a recuperação da saúde financeira das instituições detentoras de tais ativos e o destravamento do mercado de crédito por meio da entrada de recursos governamentais. Segundo Bastos & Mattos (2011):

O Tesouro destinou um montante de recursos igual ao do setor privado (US\$ 7,4 bilhões), e comprometeu-se, ainda, a providenciar US\$ 14,7 em dívida. Até 30 de setembro de 2010, as taxas de retorno registradas pelos fundos se situavam num intervalo entre 20% e 50%, e já haviam sido pagos aproximadamente US\$ 215 milhões, entre juros e dividendos para o Tesouro. (BASTOS & MATTOS, 2011, p. 178)

Além desses programas, o *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF), operado pelo FED, também teve o auxílio do Tesouro. O papel reservado a esse último foi o de compartilhar o risco com o FED e se dispor a absorver os primeiros US\$ 20 bilhões em prejuízos de um limite estipulado de US\$ 200 bilhões. Por fim, o único programa por meio do qual de fato o Tesouro comprou ativos financeiros foi o *Securities Purchase Program* (SPP), o qual tinha como meta a ampliação da oferta de crédito para pequenas empresas. É importante ressaltar que os programas voltados ao mercado de crédito não geraram nenhuma perda de capital ao Tesouro. (Bastos & Texeira, 2016)

Outra operação significativa, porém não inserida no âmbito especificamente financeiro, foi o *Automobile Industry Support* (AIS), responsável pela reestruturação da General Motors (GM) e da Chrysler, medida necessária em virtude da forte contração das vendas de automóveis no mercado americano. Segundo Borghi (2011), em dezembro de 2008, as vendas de veículos da GM caíram 31% e as da Chrysler 53%, em relação ao mesmo período do ano anterior.

Ao todo, foram injetados aproximadamente US\$ 80 bilhões no setor automobilístico, através de empréstimos e compras de ações, o que resultou na constituição de “novas” empresas com forte participação do Estado americano (Bastos & Mattos, 2011). Nesse período, o governo norte-americano chegou a ter participação acionária de 60,8% da GM. (Bastos & Teixeira, 2016). Segundo o relatório do United States Department of the Treasury (2010):

The Bush Administration provided loans to GM and Chrysler in December 2008 to avoid uncontrolled liquidations in the industry that could have resulted in millions of job losses. The Obama Administration provided additional assistance to GM and Chrysler on the condition that those companies would fundamentally restructure their businesses. (UNITED STATES DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2010, p.20)

Ademais, no contexto da elevação do risco sistêmico, em setembro de 2008, foi realizada uma assistência a AIG – a “gigante” do setor de seguros – através do *Systemically Significant Failing Institution Program*. Nessa operação, o Tesouro concedeu US\$ 67,84 bilhões e o FED US\$ 112 bilhões para a recuperação da empresa. Após a criação do TARP, mais ações preferências foram compradas, de tal forma que o governo chegou a possuir 92% das ações ordinária da AIG, o que constituiu um processo de estatização. Essa operação durou até 2012, quando o Tesouro encerrou sua participação na empresa. (Bastos & Teixeira, 2016)

Já no início do Governo Obama, deu-se início aos *Housing Programs* (Programas Habitacionais), os quais, diferentemente dos demais programas, não resultavam em ativos com valor de mercado ou previsão de algum retorno financeiro para o Tesouro. Esses programas foram inaugurados num momento crítico, em que os preços dos imóveis estavam caindo de forma acentuada e a inadimplência era crescente, o que levava ao despejo de famílias endividadas. Assim, o objetivo era a renegociação dos contratos e a facilitação do acesso ao crédito, de modo que o despejo das famílias fosse evitado, da mesma forma que a espiral negativa de preços. Além disso, o equilíbrio patrimonial das famílias e a recuperação do setor de construção civil eram vistos como fundamentais para a retomada do nível de atividade.

Dentro do *Houses Programs*, destacam-se o *Home Affordable Modification Program* (HAMP), o *Principal Reduction Alternative* (PRA) e o *Home Affordable Unemployment Program* (UP). O primeiro programa, lançado em fevereiro de 2009, constituía no pagamento aos detentores de créditos hipotecários para que esses reduzissem as prestações pagas pelas famílias endividadas. Já o segundo, se destinou a proprietários que possuíam a relação entre a dívida e o valor do imóvel acima de 115%. O terceiro, por sua vez, concedia um alívio financeiro temporário para os proprietários desempregados. Além desses programas, destacam-se, também, o *Second Lien Modification Program*, que permitia que os credores modificassem sua segunda hipoteca, e o *Home Affordable Foreclosure Alternatives Program* (HAFA), o qual concedia uma assistência financeira de US\$ 10 mil para os proprietários que tinham suas casas penhoradas e precisavam abandoná-las.

Em suma, o TARP (Tabela 2) foi eficaz na contenção do agravamento da crise e na disseminação dos riscos sistêmicos, tanto no mercado financeiro, quanto em outros mercados, como o automobilístico e o habitacional. Como colocado por Blinder & Zandi (2010): “In fact, TARP has been a substantial success, helping to restore stability to the financial system and to end the freefall in housing and auto markets”. (p.2)

Não obstante a atuação das políticas fiscais não convencionais, sobretudo as destinadas ao resgate do sistema financeiro, as medidas fiscais mais tradicionais também foram importantes para evitar o aprofundamento da recessão. Estas estão apresentadas na seção seguinte.

Tabela 2 – Principais programas do TARP

Programas de investimento bancário	<p>Capital Purchase Program (CPP)</p> <p>Asset Guarantee Program (AGP)</p> <p>Targeted Investment Program (TIP)</p> <p>Community Development Capital Initiative (CDCI)</p> <p>Capital Assistance Program (CAP)</p>
Programas voltados ao mercado de crédito	<p>Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)</p> <p>Legacy Securities Public-Private Investment Program (PPIP)</p> <p>SBA Securities Purchase Program</p>
Programas de Financiamento da Indústria Automobilística	<p>Crysler e GM</p>
Investimentos na AIG	<p>AIG</p>
Programas habitacionais	<p>Home Affordable Modification Program (HAMP)</p> <p>Principal Reduction Alternative (PRA)</p> <p>Home Affordable Unemployment Program (UP).</p> <p>Second Lien Modification Program</p> <p>Home Affordable Foreclosure Alternatives Program (HAFA)</p>

Fonte: US Department of Treasury. Elaboração própria.

2.3.1. Políticas fiscais tradicionais: o *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA)

As chamadas políticas fiscais tradicionais são aquelas que buscam administrar a demanda agregada e influenciar diretamente a economia. Segundo Bastos & Teixeira (2016), essas medidas podem ser agrupadas em duas linhas de ações: a restituição de imposto de renda em caráter extraordinário e o *American Recovery and Reinvestment Act* de 2009.

Com a aprovação do *Economic Stimulus Act*, em 2008, o governo Bush aprovou um pacote de estímulo que consistia em US\$ 152 bilhões de dólares em reduções de impostos. (Tcherneva, 2012). Dentre as medidas adotadas, está a restituição de impostos para a pessoa física. Os contribuintes que recebessem uma renda anual de até US\$ 75 mil por ano seriam beneficiados com a restituição. Além disso, foi feita também a desoneração para as empresas, visando estimular o investimento.

O *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), por sua vez, consistiu em um pacote fiscal constituído em US\$ 787 bilhões, composto por incentivos fiscais, desonerações, gastos e transferências. Segundo Tcherneva (2011), esse pacote foi distribuído da seguinte forma:

- (i) US\$ 288 bilhões foram destinados a cortes de impostos e benefícios fiscais para pessoas físicas e empresas;
- (ii) US\$ 275 bilhões em contratos, subvenções, empréstimos, dentre outras formas de gastos diretos;
- (iii) US\$ 224 bilhões em transferências e programas sociais.

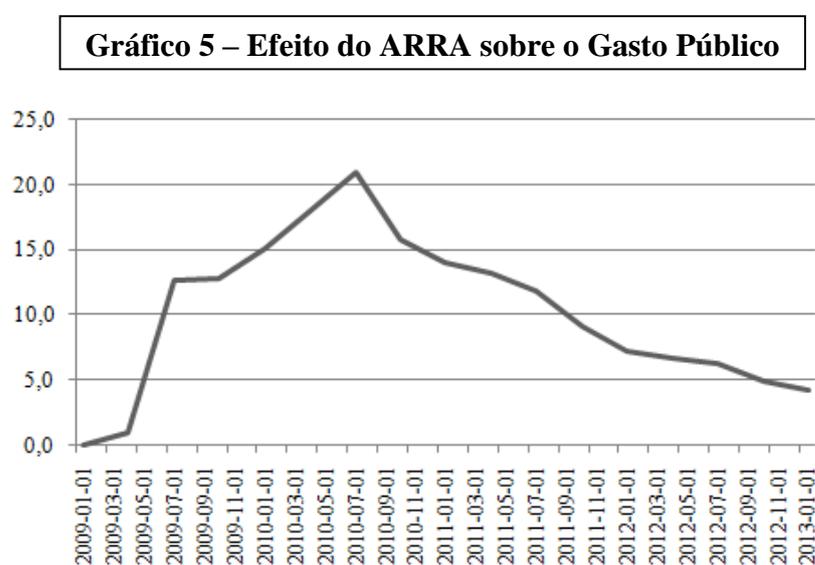
Dentre esses últimos gastos, a Casa Branca promulgou o programa de auxílio desemprego mais longo da história, que incluiu o primeiro aumento do benefício durante uma recessão histórica. Além disso, completou-se o programa *Temporary Assistance to Needy Families* (TANF), o qual fornece ajuda financeira para as famílias pobres e que possuem crianças dependentes. (Tcherneva, 2011).

Nesse sentido, Blinder & Zandi (2010) destacam o papel positivo dessas políticas para a recuperação econômica, afirmando que:

The effort to end the recession and jump-start the recovery was built around a series of fiscal stimulus measures. Tax rebate checks were mailed to lower- and middle- income households in the spring of 2008; the American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) was passed in early 2009; and several smaller stimulus measures became law in late 2009 and early 2010.5 to \$1 trillion, roughly 7 percent of GDP, will be spent on fiscal stimulus. The stimulus has done what it was supposed to do: end the Great Recession and spur recovery. We do not believe it a coincidence that the turnaround from recession to recovery occurred last summer, just as the ARRA was providing its maximum economic benefit. (BLINDER & ZANDI, 2010, p.2)

Contudo, a partir de 2011, com o término do ARRA e com a maioria republicana no Congresso, o governo Obama não conseguiu aprovar novos programas vultosos de gastos públicos, sendo possível, apenas, prolongar alguns gastos e transferências para os desempregados e algumas medidas de desoneração. Dessa forma, a política fiscal norte-americana só foi realmente expansionista nos primeiros anos de recessão e em 2010, durante o primeiro ano de recuperação. (Bastos & Teixeira, 2016). Daí em diante, ela adquire um caráter eminentemente pró-austeridade.

O gráfico 5 mostra a trajetória do ARRA de 2009 a 2013:



Elaboração própria. Fonte: Effect of the American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) on Federal Government Consumption Expenditures, Billions of Dollars, Quarterly, Seasonally. *Federal Reserve Bank of St. Louis*

Capítulo 3 - Brasil: Canais de Transmissão e Reação à Crise

3.1. Principais Canais de Transmissão

A Grande Recessão envolveu grande parte das economias do mundo, tanto as desenvolvidas quanto as em desenvolvimento. Essas últimas foram significativamente atingidas pelo chamado efeito contágio e, mesmo que através de diferentes canais, de forma quase simultânea. No caso brasileiro, os impactos da crise começaram a ser sentidos a partir do segundo semestre de 2008, quando o PIB se contraiu em 3,6% no último trimestre daquele ano. (GENTIL & MICHEL, 2009)

O efeito contágio da crise sobre as economias emergentes pode ser visualizado através de diversos canais de transmissão, os quais são oriundos das diferentes relações de interdependência entre os países e, muitas vezes, se autorreforçam. Nesse sentido, os principais mecanismos que impactaram diretamente os mercados de câmbio e o balanço de pagamentos, conforme Prates; Cunha; Lélis (2010) foram:

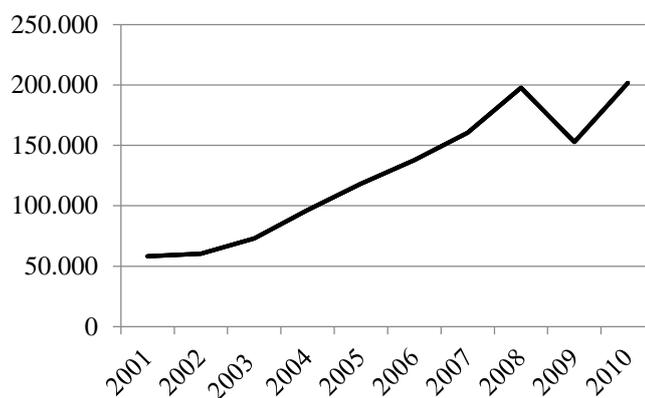
- i) a retração dos investimentos de portfólio no contexto de uma maior aversão ao risco e aumento da preferência pela liquidez;
- ii) a diminuição e a interrupção (após a queda do *Lehman Brothers*) dos créditos externos, inclusive aqueles direcionados ao comércio exterior;
- iii) a queda dos fluxos de investimento estrangeiro direto (IED) devido à desaceleração nos países avançados;
- iv) a redução da demanda externa e a queda dos preços das *commodities*;
- v) o aumento das remessas de lucros pelas filiais das empresas transnacionais e dos bancos estrangeiros;
- vi) a redução das transferências unilaterais dos imigrantes.

No Brasil, o primeiro evento sinalizador de uma crise foi a fuga de capitais ocorrida no último trimestre de 2008, período que coincide com a falência do *Lehman Brothers*. Essa fuga resultou da tentativa de recomposição das perdas nos principais centros financeiros do mundo pelos investidores internacionais. Como consequência, o real passou a sofrer depreciações cambiais e, além disso, houve redução da liquidez, o que afetou a disponibilidade de crédito. Ademais, o mercado de divisas também foi atingido pela queda dos preços das *commodities*. Assim, o resultado desse desequilíbrio nos fluxos de moeda estrangeira fez-se sentir na taxa de câmbio, no mercado de capitais e no mercado de crédito. (Moreira & Soares, 2010).

Dentre os canais de transmissão da crise para a economia, destacam-se quatro: i) contas externas; ii) sistema financeiro; iii) expectativas e iv) câmbio.

O primeiro deles esteve ligado à desaceleração econômica mundial aliada à queda dos preços internacionais das *commodities* agrominerais, o que afetou a balança comercial, reduzindo tanto o preço quanto o *quantum* exportado. Logo, houve diminuição do valor das exportações brasileiras entre os anos de 2008 e 2009, como pode ser visto no Gráfico 6.

Gráfico 6 - Exportações brasileiras FOB (US\$ milhões)



Fonte: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. Elaboração própria.

O segundo canal de transmissão da crise foi o sistema financeiro. O maior grau de exposição do país ao mercado financeiro internacional, inclusive com bancos sediados no Brasil financiando-se por meio de bancos estrangeiros, reduziu os empréstimos concedidos pelo sistema financeiro privado, conforme Moreira & Soares (2010). Nesse quadro, a incerteza associada aos desdobramentos da crise financeira internacional levou os grandes bancos a contrair o crédito em virtude do aumento da aversão ao risco e da preferência pela liquidez. Essa contração do crédito acabou atingindo empresas e consumidores e provocando a queda da demanda agregada e a desaceleração econômica. (Araújo & Gentil, 2011). Como afirma Barbosa (2010):

Brazil was showing a strong growth performance and the main macroeconomic problem faced by the government was the control of inflation in the face of a booming domestic demand and rising world commodity prices. The crash of September 2008 changed the situation abruptly. The international credit crunch led to a sharp reduction in the domestic supply of credit, thus

dealing a negative supply shock to the Brazilian economy. (BARBOSA, 2010, p.1)

Ademais, o canal das expectativas pode ser apontado como o terceiro meio de transmissão. A deterioração das expectativas sobre a evolução futura da atividade econômica reforçou, por parte dos bancos, a aversão ao risco e a contração do crédito, e levou as empresas e famílias a adiar as decisões de investimento e consumo, o que teve efeitos negativos para o crescimento econômico. Assim, as empresas brasileiras, até então consideradas saudáveis, passaram a compartilhar do clima de temor e desconfiança que passou a existir no mercado externo.

Por fim, o canal do câmbio desempenhou um papel importante no caso brasileiro. No período que precede a Grande Recessão no Brasil, observou-se um movimento de “financeirização” das operações realizadas por empresas produtivas, que utilizaram derivativos financeiros no mercado de câmbio na busca por ganhos superiores. Tais derivativos correspondem a mecanismos de alta alavancagem que permitem potencializar tanto os ganhos quanto as perdas. Conforme expõe Farhi & Borghi (2009):

Nas economias emergentes que partilham dessas características, as negociações envolvendo esses instrumentos financeiros desempenham um papel fundamental na evolução da taxa de câmbio nominal. As operações de arbitragem no tempo constituem o principal mecanismo de transmissão entre a taxa do mercado futuro e a taxa de câmbio à vista. Mediante essas operações, os bancos e gestores de fundos procuram obter lucro a partir de diferenças de curtíssimo prazo nas cotações das moedas e nas respectivas taxas de juros. (FARHI & BORGHI, 2009, p. 172)

Dessa forma, as empresas marcadamente produtivas apostaram na possibilidade de ganho não operacional a partir do uso de tais instrumentos, para além do que constituiria uma postura contra a volatilidade de preços (*hedge*). Na verdade, elas especularam em determinada direção do comportamento futuro do câmbio (no sentido da valorização do real), uma vez que os montantes elevados de suas operações superavam os volumes de suas exportações.

Com o aprofundamento da crise a partir do segundo semestre de 2008 e a queda do Lehman Brothers, houve uma forte valorização do dólar em relação às demais moedas, sendo esta ainda mais acentuada nas economias emergentes, as quais foram afetadas pelo *sudden stop*

dos fluxos de capitais estrangeiros e viram suas taxas de câmbio virarem alvo dos processos de desalavancagem global e “fuga para a qualidade”, vislumbrados no movimento de saída de investidores estrangeiros das economias emergentes em direção a suas economias de origem, com destaque para a fuga de capitais em busca do dólar e de títulos do Tesouro americano, considerados, respectivamente, a moeda-chave do padrão monetário internacional e os ativos mais seguros do sistema financeiro. (BORGHI, 2011)

Como resultado, importantes empresas brasileiras em posições nos mercados de derivativos cambiais apresentaram expressivas perdas financeiras, uma vez que haviam realizado operações de montantes elevados nesses mercados, especulando na não depreciação do real contra o dólar.¹⁴

3.2. Impactos da crise no Brasil e reação de política econômica

Em decorrência desses efeitos, a economia brasileira apresentou uma forte desaceleração econômica já no último trimestre de 2008, quando o PIB caiu 3,6%. Além disso, entre novembro e dezembro de 2008, a produção da indústria de transformação teve queda acumulada de 28%. Ademais, o mercado de trabalho também foi afetado pela crise, sendo que a taxa de desemprego aberto na Região Metropolitana de São Paulo alcançou 10,80% em março de 2009, contra 9,6% no mesmo período de 2008.

Contudo, a recuperação não tardou a aparecer. O PIB retomou seu crescimento no segundo trimestre de 2009 (1,1% contra -0,9% no primeiro trimestre). Já a produção industrial ensaiou uma recuperação, ainda que a taxas relativamente lentas e a taxa de desemprego voltou a crescer, estabelecendo-se nos patamares anteriores à crise. (Araújo & Gentil, 2011)

A Tabela 3 apresenta a variação real anual do PIB, com destaque para a rápida recuperação do crescimento em 2010:

¹⁴ O uso de instrumentos de derivativos para além da cobertura de riscos de empresas exportadoras foi generalizada e caracterizou o comportamento de corporações de distintos setores. Do Brasil, destacam-se: Aracruz, Grupo Votorantim, Sadia e Vicunha Têxtil. Ver em Farhi & Borghi (2009).

Tabela 3 – Evolução do PIB

Ano	Varição real anual (%)
2005	3,20
2006	3,96
2007	6,07
2008	5,09
2009	-0,13
2010	7,53
2011	3,97
2012	1,92
2013	3,00

Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

Os gráficos abaixo apresentam o comportamento do desemprego, da produção industrial e do crescimento do PIB no período referenciado, com destaque para o comportamento dos indicadores entre dezembro de 2008 e os primeiros meses de 2009:

Gráfico 7 – Taxa de desemprego (%)

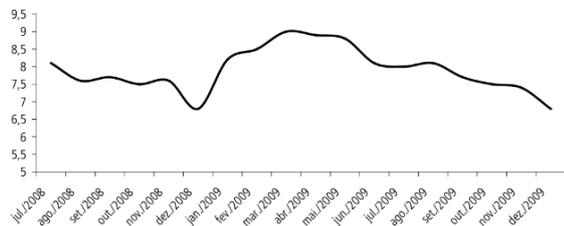
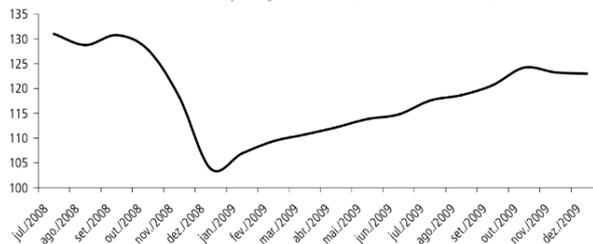
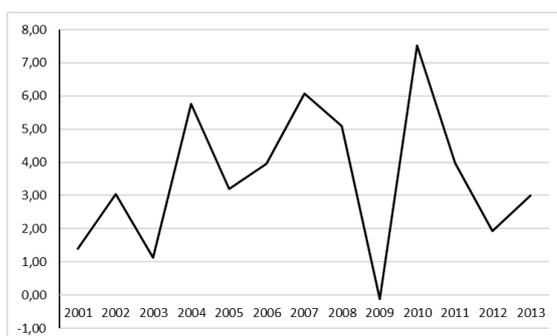


Gráfico 8 – Índice de Produção Industrial



Fonte: IBGE. Elaboração: Araújo & Gentil (2011).

Gráfico 9 – Crescimento anual do PIB (%)



Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

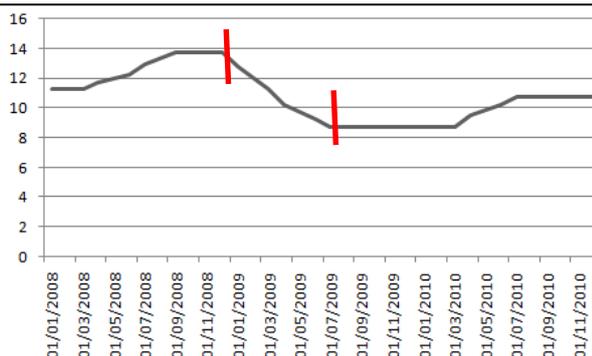
Essa recuperação é apontada, em grande parte, como resultado da atuação de medidas anticíclicas por parte do governo brasileiro. Segundo Moreira & Soares (2010), o governo brasileiro, ao longo da crise, adotou políticas econômicas anticíclicas que foram além de medidas pontuais para atenuar o impacto sobre determinados setores. As políticas monetárias e fiscais passaram a ter como objetivo a reversão das expectativas negativas e a redução dos efeitos recessivos da crise sobre o consumo e o investimento, assim como o crescimento do nível de produto e a diminuição da taxa de desemprego.

Em suma, a resposta do governo brasileiro seguiu, em linhas gerais, as medidas adotadas pelos diversos governos nacionais afetados pela crise e podem ser resumidas em quatro grupos: i) medidas para recuperação (ou “desempocamento”) do nível de liquidez da economia; ii) medidas para a garantia da solidez do setor bancário, reduzindo-se o risco sistêmico; iii) medidas para contenção da crise cambial e iv) medidas de estímulo fiscal. (Araújo; Pires, 2010)

Como medidas de política fiscal podem ser citadas as desonerações fiscais para os setores automobilísticos, de eletrodomésticos de linha branca e moveleiro, além da manutenção do gasto público. Já no campo da política monetária, destaca-se a redução no compulsório, a expansão do crédito por parte dos principais bancos públicos – Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Banco de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – e a redução da taxa de juros. (Araújo & Gentil, 2011)

No primeiro agrupamento, a principal medida adotada foi a flexibilização das regras do compulsório para depósitos à vista e a prazo. Contudo, tais medidas foram, em um primeiro momento, inócuas, dada a elevada preferência pela liquidez dos bancos e a possibilidade de aplicação segura, líquida e rentável em títulos públicos. Assim, enquanto tais medidas não surtiam efeito, os bancos públicos passaram a suprir o mercado de crédito brasileiro, de modo a tentar contrarrestar a contração de crédito por parte dos bancos privados. Além disso, outra medida importante foi a redução da taxa básica de juros a partir de janeiro de 2009, a qual passou de 13,75% no início do ano para 8,75% em julho (Gráfico 10):

Gráfico 10 – Comportamento da Taxa Selic (%)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Já em relação as medidas que visavam conter a crise cambial, há destaque para as intervenções do Banco Central do Brasil (BCB) através da venda de dólares no mercado à vista e também através de leilões de venda com compromisso de recompra. Segundo Moreira & Soares (2010), apesar de o regime cambial brasileiro ser flexível e ter permitido uma maior adaptação da economia à crise, o BCB fez intervenções no sentido de diminuir a volatilidade do mercado e reduzir o efeito negativo do choque externo sobre a taxa de câmbio. Contudo, essas intervenções não impediram que a taxa de câmbio chegasse a R\$ 2, 51/US\$ em dezembro de 2008, depois de ter fechado o mês de agosto em R\$ 1,63/US\$, ou seja, com desvalorização de 54%. (Araújo & Gentil, 2011).

Finalmente, a política econômica que mais se descolou daquela existente no período pré-crise foi a política fiscal. Entre os instrumentos adotados pelo Ministério da Fazenda para sustentar a atividade econômica destacaram-se as desonerações fiscais. A primeira delas, anunciada em 2008, beneficiou o setor automotivo, seguido dos setores produtores de eletrodomésticos de linha branca, de material de construção e, no final de 2009, do setor moveleiro. (Araújo; Pires, 2010).

A seguir, encontram-se destacadas as principais medidas de políticas monetárias, creditícias e fiscais adotadas no Brasil durante o período compreendido pela Grande Recessão.

3.3. Política monetária e creditícia

O impacto imediato da crise, no Brasil, foi a retração do crédito. A redução das linhas de crédito externas para os bancos e empresas brasileiras contribuiu para a restrição de liquidez aos agentes domésticos e para a forte desvalorização do real, a qual trouxe grandes prejuízos

para algumas das principais exportadoras do Brasil, que tinham se beneficiado da arbitragem da taxa de juros antes da crise.

Para combater esses efeitos, o BCB passou a usar suas reservas internacionais para vender dólares no mercado à vista e oferecer facilidades temporárias de crédito para os exportadores brasileiros. Essas duas ações foram também complementadas com operações de swap, em que o BCB vendia a moeda estrangeira e comprava moeda nacional, de modo a aliviar as pressões especulativas sobre a taxa de câmbio.

Assim, durante o pior período da crise - compreendido entre último trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, quando o PIB registrou quedas, respectivamente, de 2,9% e de 0,9% - o total de intervenções cambiais realizadas por parte do BCB foi de US\$ 14,5 bilhões no mercado à vista, US\$ 24,4 bilhões em financiamento a curto prazo para os exportadores brasileiros e US\$ 33 bilhões em operações swap, conforme Barbosa & Souza (2010). Cabe notar que o Brasil foi capaz de adotar essas medidas graças ao acúmulo expressivo de reservas realizado no período anterior à crise, da ordem de US\$ 210 bilhões. Finalmente, tais operações emergenciais do BCB começaram a ser revertidas já no segundo semestre de 2009. Contudo, apesar de serem bem-sucedidas para a manutenção de um nível mínimo de liquidez no mercado de câmbio brasileiro, as ações combinadas do BCB não foram suficientemente capazes de compensar o movimento maciço de fuga dos fluxos de capital privado durante o pior período da crise.

Já no mercado interno, o BCB reduziu as exigências de reservas dos bancos e injetou cerca de 3,3% do PIB no mercado de dinheiro (*money market*) no final de 2008. No entanto, uma vez que a taxa básica de juros brasileira não caiu imediatamente após a crise e os bancos resistiram a oferecer empréstimos devido ao ambiente de incerteza econômica, a maioria da redução dos compulsórios foi absorvida de volta pelo BCB por meio de operações de mercado aberto.

Assim, a redução do compulsório evitou um agravamento da crise financeira, mas não foi suficiente para aumentar a oferta de crédito às empresas e às famílias brasileiras. Devido às restrições legais, o BCB viu-se limitado no tipo e quantidade de títulos privados que poderia comprar. Como resultado, o BCB não pôde agir como emprestador de última instância durante o pior período da crise. A solução para esse problema surgiu através dos bancos públicos, que assumiram o papel do BCB e agiram, segundo Barbosa & Souza (2010) como “emprestadores de penúltima instância”.

Nesse sentido, o Tesouro Nacional forneceu, no início de 2009, uma linha de crédito especial da ordem de 3,3% do PIB ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, que, por sua vez, concedeu uma série de linhas de crédito especiais para pequenas e médias empresas e empresas de exportações. Além disso, nesse mesmo ano, o Tesouro também ofereceu bonificações de juros para os dois maiores bancos públicos comerciais, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, para que esses passassem a oferecer créditos especiais e com taxas de juros reduzidas aos setores em dificuldade, especialmente para a agricultura (através do Banco do Brasil) e investimento residencial (através da Caixa). (BARBOSA & SOUZA, 2010)

Além dessas medidas, a política anticíclica brasileira também incluiu um corte substancial na taxa básica de juros (ver Gráfico 10), mas isso ocorreu apenas depois que as preocupações do BCB sobre o impacto inflacionário da depreciação da taxa de câmbio deu lugar à preocupação generalizada quanto à desaceleração do crescimento. Assim, devido ao aumento da inflação nos três primeiros trimestres de 2008, o BCB elevou a SELIC para 13,75% em setembro de 2008. Somente no fim de janeiro de 2009, quatro meses após a falência do *Lehman Brothers* e quando se tornou claro que a depreciação não traria riscos inflacionários à economia, o BCB começou a cortar sua taxa básica de juros.

Assim, esse atraso de resposta da política monetária para estimular o crescimento econômico imediatamente após a crise teve de ser compensado pela política fiscal.

3.4. Política Fiscal

No âmbito da política fiscal anticíclica praticada no período, há destaque para as desonerações fiscais, anunciadas ainda no ano de 2008, para os setores automobilístico, de eletrodomésticos de linha branca e moveleiro.

De forma a viabilizar esse pacote de desonerações fiscais sem que incorresse em um programa de corte de gastos públicos, o governo brasileiro anunciou a redução da meta de superávit primário de 4,3% para 2,5% do PIB em 2009. Além disso, outras medidas complementares também foram implementadas, como o Programa “Minha Casa, Minha Vida”, que visava à construção de um milhão de casas populares para atender a demanda habitacional e, também, estimular o setor de construção civil. (Araújo & Gentil, 2011)

No âmbito do setor automobilístico, foi estabelecida uma política diferenciada – em relação a vários tipos de veículos e combustíveis – em dezembro de 2008. Inicialmente

planejada até março de 2009, a redução das taxas de impostos foi prorrogada até junho e, em setembro de 2009, foi decidido que tais taxas retornariam gradualmente a seus níveis anteriores a crise através de aumentos mensais até janeiro de 2010. (Borghì, 2017)

Já na indústria de construção, muitos impostos foram reduzidos a zero a partir de abril de 2009.¹⁵ Além disso, o setor foi beneficiado, além das isenções fiscais, também por outras políticas, como a de crédito e a social, com destaque para o programa de habitação subsidiado pelo governo “Minha Casa, Minha Vida”, no qual as casas eram financiadas pela Caixa Econômica Federal. Esse programa foi um importante impulso para o estímulo do setor de construção no período. Ademais, a indústria de produtos de eletrodomésticos também foi beneficiada com as desonerações fiscais a partir de abril de 2009, como forma de estimular a demanda final e conter o desemprego. (Borghì, 2017)

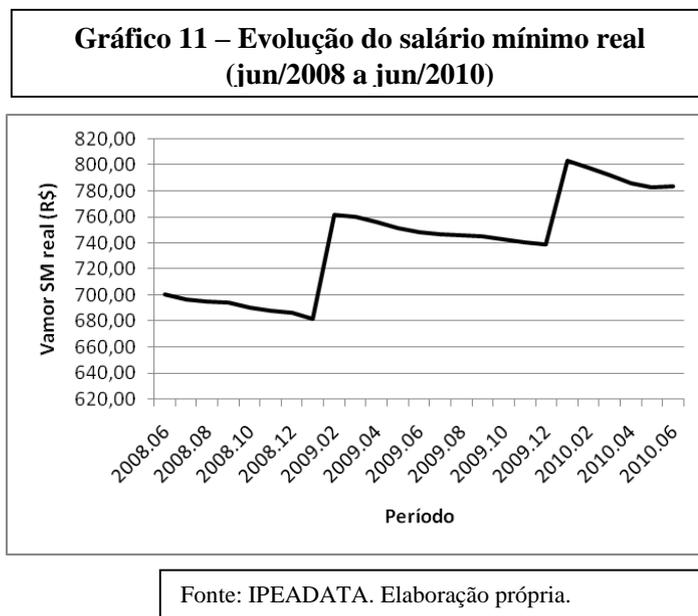
Em suma, o governo adotou, no ano de 2009, alguns instrumentos fiscais anticíclicos que foram importantes para compensar os efeitos negativos das políticas de juros ainda elevados (no patamar de 8,75% da taxa SELIC) e de câmbio valorizado em meio ao processo de recuperação da crise. Dessa forma, a política fiscal foi a principal responsável pela contenção da queda brusca da taxa de crescimento do PIB.

Segundo Araújo & Gentil (2011), além da adoção destas medidas fiscais, a elevação do salário mínimo e seu efeito expansivo sobre as transferências previdenciárias e o seguro-desemprego, somadas à ampliação das transferências de renda às famílias mais pobres, tanto em valor quanto em quantidade, também apresentaram efeitos sobre a demanda agregada. Além disso, há destaque, também, para a recuperação dos salários e elevação do contingente dos funcionários públicos e para a ampliação do investimento do setor público, sobretudo das empresas estatais.

Da mesma forma, Barbosa (2010) defende que o aumento gradual do valor real do salário mínimo ajudou o Brasil a gerir os impactos da crise. Desde 2007, essa política foi institucionalizada através de um acordo entre os principais sindicatos do país e o governo federal. Durante a deflagração da crise, em 2008, mesmo em face da desaceleração do crescimento e de suas implicações para as finanças públicas, o governo decidiu manter o

¹⁵ Tal foi o caso para os seguintes materiais: cimento, pintura e verniz, argamassa e concreto para construção, aço não revestido grades para argamassa ou estruturas ou obras de concreto, não refratários sobreposições, dobradiças, banhos, cabines de duche, pias e chuveiro elétrico. (BORGHI, 2017)

aumento do salário mínimo previsto para 2009 (12%) e 2010 (8,9%). No gráfico abaixo, é possível visualizar a tendência de aumento do salário mínimo real brasileiro nesse período:



Assim, a política fiscal brasileira foi expansionista no âmbito das despesas correntes, por meio das despesas com o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), dos benefícios previdenciários e dos gastos sociais (como o Bolsa Família), não só pelo aumento do número de beneficiados, mas também via a elevação do salário mínimo (GENTIL; MICHEL, 2009). Logo, os gastos públicos com as transferências de assistência e previdência social foram os que, de fato, mais cresceram entre todos desde 2000, puxados pela valorização real do salário mínimo.

Na verdade, em grande medida, esses gastos foram responsáveis pela sustentação da demanda no mercado interno e pela redução da pobreza e da desconcentração de renda pessoal nos últimos anos, pois os gastos sociais têm alta capacidade em gerar emprego e renda, na medida em que quem recebe esse gasto o transforma, de forma quase imediata, em consumo. (GENTIL; MICHEL, 2009)

Além disso, os gastos do governo brasileiro com investimentos estavam aumentando desde 2006, especialmente os ligados à infraestrutura:

Tabela 4 – Taxa de Investimento na Economia Brasileira (em % do PIB)

Ano	Investimento Público	Investimento Privado	Total
2000	1,9	17	18,9
2001	2,1	16,6	18,7
2002	2,2	15,2	17,4
2003	1,6	15,3	16,9
2004	1,8	16,1	17,9
2005	1,9	15,3	17,2
2006	2,2	15,7	17,9
2007	2,3	17,5	19,8
2008	2,6	19	21,6
2009	2,7	16,1	18,8
2010	3,2	18,6	21,8
2011	2,8	19	21,8
2012	2,7	18,7	21,4
2013	2,7	19	21,7

Fonte: Cemec. Elaboração própria.

Em 2007, essa tendência foi formalizada com a criação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), que incluiu não apenas o orçamento federal, mas também o orçamento das empresas federais controladas pelo governo federal. O PAC incluiu um conjunto de cortes de impostos, incentivos financeiros e linhas de crédito para estimular o investimento privado em infraestrutura. Durante o período agudo da crise brasileira, - último trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009 - o governo decidiu manter as metas de investimento do PAC inalteradas.

Ademais, em 2008, o governo brasileiro também deu início à Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP), a qual destinava-se a promover atividades estratégicas, ao invés de setores econômicos. Seus principais objetivos eram aumentar as exportações, os investimentos e gastos em matéria de inovação, pesquisa e desenvolvimento.

Contudo, a sequência de crescentes superávits primários – 3,8% do PIB, em 2006 e 3,9% em 2007- foi aprofundada para 4,06% em 2008 e o investimento público teve um resultado muito aquém do desejado para o enfrentamento da crise. Apesar de ter crescido 20,7% entre 2007 e 2008, esse tipo de investimento elevou-se apenas 0,85%, em 2007, e 0,98% em 2008. Dessa forma, a estratégia definida pelo Programa de Aceleração do Investimento (PAC) não se

transformou em medidas efetivas na escala necessária. A política fiscal brasileira oscilava, assim, entre uma postura mais expansionista no que diz respeito aos gastos sociais e uma mais conservadora em relação aos gastos com investimento. (GENTIL; MICHEL, 2009)

Em relação à receita, apesar da forte queda da arrecadação, foi realizado um conjunto de desonerações para evitar a redução do consumo de produtos industrializados e estimular o investimento e o emprego em setores específicos da indústria, como os já citados: automotivo, os produtos de eletrodomésticos de linha branca, o de material de construção e o setor moveleiro.¹⁶

Por fim, um dos principais programas criados pelo governo no período, que contribuiu de forma anticíclica para a crise, foi o Programa “Minha Casa, Minha Vida”. Além de suprir o déficit habitacional, a intenção do governo ao criar o programa era estimular os investimentos no setor de construção civil, assim como a geração de empregos, e também em outros setores da economia relacionados ao de construção. Ademais, o anúncio do programa também visou favorecer as expectativas em relação ao futuro, estimulando o setor privado. O Programa “Minha Casa, Minha Vida” atuou, principalmente, através das seguintes medidas:

- i) O governo e um fundo especial constituídos pelas contribuições dos trabalhadores (FGTS) contribuíram para o fornecimento de subsídios e taxas de juros favoráveis para as famílias de renda média-baixa;
- ii) O governo também reduziu os impostos indiretos sobre a construção de todas as residências incluídas no programa, a fim de reduzir o valor de cada unidade e, desta forma, facilitar o acesso do público ao financiamento habitacional;
- iii) Por fim, o governo criou linhas de crédito especiais para projetos privados de investimento em infraestrutura urbana e habitacional, com menor taxa de juros e períodos de pagamentos favoráveis.

3.5. Considerações sobre a política anticíclica brasileira

Apesar de estarem presentes e serem importantes para a recuperação econômica no contexto da Grande Recessão, as políticas anticíclicas brasileiras apresentaram algumas controvérsias. Nesse sentido, se, por um lado, o BC promoveu reduções na taxa SELIC, permitindo que essa

¹⁶ O desempenho da arrecadação das receitas administradas pela RFB no período de janeiro a março de 2009, em relação a igual período de 2008 apresentou variação real acumulada, com atualização pelo IPCA, de -6,02%. (Coordenação Geral de Estudos, Previsão e Análise – Receita Federal).

alcançasse patamares historicamente baixos, por outro, antes da eclosão da crise, o BC iniciara, a partir de abril de 2008, um novo ciclo de alta da taxa de juros, a qual passou de 11,25% para 13,75% em setembro, visando a contenção da ameaça inflacionária decorrente da elevação dos preços das *commodities*. (Araújo & Gentil, 2011)

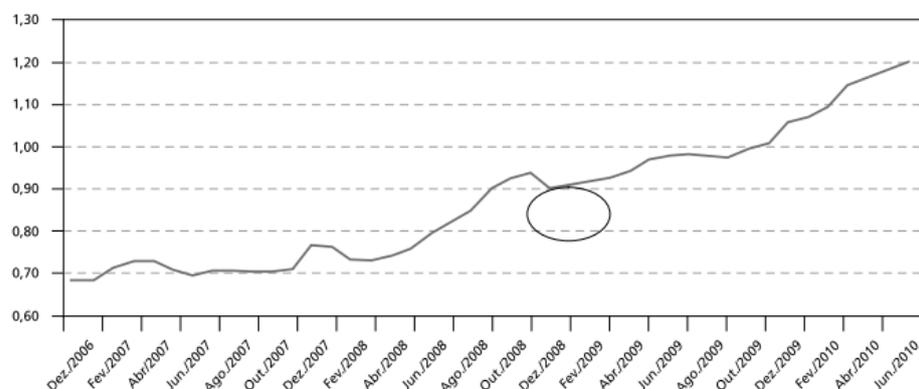
Assim, a política monetária colocada em prática em 2008 tinha um caráter contracionista e, ainda sem a ocorrência da crise internacional, levariam a economia brasileira inevitavelmente à desaceleração. Dessa forma, os efeitos recessivos do ciclo de alta de juros ocorridos ao longo de 2008 seriam fatalmente sentidos. Além disso, a demora em reduzir a taxa SELIC e a lenta velocidade com a qual isto ocorreu tiveram impactos contracionistas, o que constituiu uma componente recessiva interna. (Araújo & Gentil, 2011)

No que diz respeito à política fiscal, apesar do expressivo aumento da taxa de investimento público, embora já estivesse em marcha uma política fiscal anticíclica desde o começo da crise, em outubro de 2008, os investimentos públicos federais permaneceram estagnados entre dezembro de 2008 e março de 2009, na fase mais difícil da crise, só iniciando sua expansão após o anúncio da redução da meta de superávit primário em março de 2009, ou seja, somente seis meses depois da deflagração interna da crise.

Segundo Gobetti *et al.* (2010), embora a desaceleração econômica tenha se iniciado em novembro de 2008, por exemplo, a decisão de acelerar os investimentos só ocorreu em abril de 2009 devido a uma indefinição da equipe econômica sobre a conveniência ou não de reduzir a meta de superávit primário estipulada na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)¹⁷. Assim, enquanto a decisão de submissão de uma proposta de mudança na lei ao Congresso não foi tomada, a taxa de investimento público federal permaneceu relativamente estagnada, como mostra o Gráfico 12.

¹⁷ A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) compreende as metas e prioridades da administração pública federal, incluindo as despesas de capital para o exercício financeiro subsequente. Ela orienta a elaboração da lei orçamentária anual, dispõe sobre as alterações na legislação tributária e estabelece a política de aplicação das agências financeiras oficiais de fomento. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/orcamentobrasil/ldo/ldo2016>.

Gráfico 12 - Taxa de investimento federal (% PIB)



Fonte: GOBETTI, S. W.; GOUVÊA, R. R.; SCHETTI, B. P. (2010), p. 12.

Ademais, apesar do estímulo do lado do consumo e do investimento do governo e a forte contração das receitas tributárias resultarem na redução do superávit primário, o ano de 2009, entretanto, encerrou-se com um superávit elevado para uma conjuntura de superação de crise recente, de 2,06% do PIB, o que revela a perda de um amplo espaço que deixou de ser utilizado pela política fiscal para produzir dinamismo e conter a perda de emprego e de renda ao longo do ano. Assim, a política fiscal seguiu na direção correta, mas com uma intensidade relativa muito baixa. (Araújo & Gentil, 2011)

A Tabela 5 mostra o elevado resultado primário brasileiro frente a outras economias do mundo. No acumulado do ano de 2009 até o terceiro trimestre, enquanto o Brasil registrava 1,7% do PIB de superávit primário, a economia americana produzia déficit de 11,6% e as economias da Zona do Euro 6,3%, em média:

Tabela 5 - Superávit primário (% PIB)

Brasil	1,7
Estados Unidos	-11,6
Zona do Euro	-6,3

Fonte: BCB/Bureau of Economic Analysis (BEA) / Banco Central Europeu (BCE). Elaboração: Araújo & Gentil (2011).

Assim, a rigidez do atual regime fiscal brasileiro continuou sendo um fator limitador da capacidade de reação do governo. Além disso, apesar das autoridades econômicas terem

seguido a tendência mundial em termos de execução de política anticíclica, esta opção esteve longe de ser consensual entre os economistas brasileiros, visto que as medidas de corte keynesiano adotadas pelo governo sofreram críticas da ortodoxia.

Nesse sentido, uma das críticas repousou sobre a questão da diminuição do superávit primário e do aumento da dívida pública. Contudo, como apresenta Araújo & Gentil (2011), nesse período, o superávit primário foi pouco eficiente para conter o processo de elevação do endividamento público, porque o crescimento da dívida foi, fundamentalmente, consequência do pagamento de juros e da valorização cambial e não do “excesso” de gasto do governo.

Ademais, no que diz respeito ao regime macroeconômico brasileiro, as políticas anticíclicas empregadas ao longo da Grande Recessão não comprometeram o tripé sobre o qual estava assentada a política econômica brasileira, a saber: regime de metas de inflação, geração de superávits fiscais e taxa de câmbio flutuante. Nesse aspecto, o regime de metas de inflação não foi flexibilizado e o Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) registrou variação de 4,3% em 2009, abaixo, portanto, da meta de 4,5% estabelecida pelo BC. Além disso, o Comitê de Política Monetária (COPOM) conduziu o movimento da redução da taxa Selic de forma cautelosa, sem caracterizar uma política deliberadamente anticíclica, ainda que tenha produzido efeitos expansivos que contribuíram para a posterior recuperação do nível de atividade. (Araújo; Pires, 2010).

Assim, o conjunto de política econômica implementado no Brasil no período imediatamente posterior à eclosão da crise sofreu inflexões, as quais, apesar de importantes para a garantia da recuperação econômica, sinalizaram a manutenção do velho tripé, o qual, muitas vezes, inibiu e retardou a atuação de políticas anticíclicas no Brasil.

Capítulo 4 - EUA e Brasil: Eficácia e Limitações das Políticas Anticíclicas Brasileiras

No âmbito da crise econômica internacional iniciada em 2007 nos EUA e manifestada no Brasil a partir do último trimestre de 2008, apesar das expressivas perdas financeiras e de seu impacto no lado real da economia, a disposição para a intervenção estatal foi um elemento diferenciador. O dogma liberal e a crença na existência de mercados eficientes foram abandonadas e o Estado assumiu, com maior ou menor intensidade, a responsabilidade pela provisão da liquidez e socorro às instituições financeiras. Essa foi uma característica distintiva dessa crise, como aponta Mazzucchelli (2008):

Sem a pronta e contínua injeção dos recursos públicos o colapso teria sido total, diante da absoluta preferência pela liquidez, com fuga desenfreada para os títulos da dívida pública, sobretudo americanos. A ação dos governos, tipicamente keynesiana, tem sido a de buscar a restauração do circuito do crédito-gasto-renda, nem que para tanto seja necessário estatizar (ainda que parcial e temporariamente) parcela significativa do sistema financeiro. (MAZZUCHELLI, 2008, p. 59)

Como visto nos capítulos anteriores, seguindo uma tendência mundial, as políticas econômicas de corte anticíclico estiveram presentes tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil - apesar da adoção em graus variados - e contribuíram para que a Grande Recessão não se tornasse uma Grande Depressão. No primeiro país, a política monetária do período foi caracterizada pelo aumento expressivo da oferta monetária e da redução da taxa de juros para próximo a zero. Ao assumir a função de prestador de última instância, o FED absorveu parte dos ativos problemáticos do setor privado e evitou a quebra sistemática das grandes instituições financeiras. Já no Brasil, apesar da adoção de importantes políticas anticíclicas, é possível notar que essas ainda apresentaram um raio de manobra limitado graças, principalmente, à rigidez do modelo macroeconômico adotado, o chamado “tripé macroeconômico¹⁸”.

Dentre as reações de política econômica brasileiras tratadas no capítulo anterior, destacam-se: i) as medidas de política monetária tomadas pelo BCB - como as alterações nos recolhimentos compulsórios e a flexibilização dos direcionamentos obrigatórios do crédito; ii) o posterior acionamento dos bancos públicos visando a retomada da oferta de crédito¹⁹; e iii) estímulo do consumo via redução dos impostos de bens de consumo duráveis. De acordo com Castro; Rosa; Marques (2013), essa última via provou a existência de um mercado doméstico mais dinâmico.

Não obstante a atuação destas e de outras políticas anticíclicas na economia brasileira no período, essas sofreram algumas inflexões que sinalizaram a manutenção do velho tripé e a limitação do raio de atuação dessas políticas no Brasil em comparação à economia

¹⁸O tripé da política macroeconômica brasileira tem combinado, desde 1999, um regime de metas de inflação, um regime de taxa de câmbio flutuante (as vezes, “sujo”) e metas de superávit fiscal primário. Segundo NASSIF (2015), a menos que seu *modus operandi* seja modificado, o tripé não será capaz de libertar a economia brasileira de outra “possível trindade”: altas taxas de juros reais, a apreciação da taxa de câmbio real e crescimento econômico muito baixo. Dessa forma, se avaliado numa perspectiva de longo ou médio prazo, esse modelo não tem sido capaz de garantir a estabilidade dos preços juntamente com o crescimento econômico.

¹⁹ O governo brasileiro reagiu acionando os bancos públicos, não apenas para socorrer os bancos pequenos, mas, também, para aumentar a oferta de crédito, destravando o circuito de transações econômicas.

estadunidense. Isso pode ser perceptível a partir dos seguintes eventos presentes na política econômica brasileira:

- | | |
|------|---|
| i) | atraso de resposta da política monetária para estimular o crescimento econômico; |
| ii) | atuação de uma política fiscal expansionista no que diz respeito aos gastos sociais e mais conservadora em relação aos gastos com investimento; |
| iii) | manutenção de um elevado superávit primário para uma conjuntura de superação de crise; |

Tais eventos contraditórios presentes na trajetória da reação de política econômica brasileira revelam que o caráter assumido pelas políticas anticíclicas está longe de ser consensual entre os economistas das diferentes correntes de pensamento econômico brasileiro. Em suma, os contrários à intervenção estatal na economia, ao defenderem a capacidade de ajuste dos mercados, salvaguardam a manutenção do bom funcionamento do regime de metas e da rigidez na condução da política fiscal, inclusive nos períodos recessivos.

A principal justificativa para a adoção dessa postura é a proteção contra as pressões pelo lado da demanda que pudessem contribuir para o avanço inflacionário e para a deterioração das contas externas (Araújo & Pires, 2010). O resultado desse “temor” repousou, então, nas controvérsias acima apontadas acerca da adoção de políticas anticíclicas no Brasil no bojo da Grande Recessão.

Assim, a rigidez proposta por esse arranjo macroeconômico, o qual baseia-se, desde 1999, na combinação de um regime de metas para inflação, um regime de taxa de câmbio flutuante e metas de superávit fiscal (Nassif, 2015) traz em seu bojo o temor de que, considerando-se um trade-off entre inflação e desemprego no curto prazo, um governo de “viés inflacionista”, ao escolher pelo aumento do emprego contribuiria para a escalada inflacionária, o que comprometeria a gestão da política econômica. Dessa forma, as propostas de flexibilização do tripé são vistas, pelos ortodoxos, com muita desconfiança, fato que explica, mais uma vez, a limitação da atuação de políticas anticíclicas na economia brasileira, uma vez que, como coloca Blanchard et al (2010): “Had governments had more room to cut interest rates and to adopt more fiscal stance, they would have been better able to fight the crisis”.

Dentre os adeptos dessa visão, Malan (2009), por exemplo, defende que dentre as alternativas conceituais existentes, o regime de metas para a inflação é o modelo mais apropriado para o Brasil atualmente, uma vez que:

“Constrained Discretion” é melhor do que a tradicional dicotomia “Rules x Discretion”. E o modelo do FED norte-americano, com todo seu apelo ao “balancing of risks between the long term objectives of price stability and sustainable growth...” ainda não é passível de adoção formal em um país que está procurando estabelecer de forma sólida e consistente suas credenciais anti-inflacionárias. (MALAN, 2009, p.8)

Portanto, segundo essa visão, as ações anticíclicas implementadas pelas autoridades econômicas brasileiras durante a Grande Recessão poderiam resultar em uma flexibilização do regime de metas – à la FED – para a qual a economia brasileira ainda não estaria “pronta”, sendo ainda necessário comprovar a credibilidade e a consistência de sua política econômica, evitando, assim, uma “condescendência” para com a inflação. Esse é um dos fatores que justifica o atraso de resposta da política monetária brasileira para estimular o crescimento econômico: o movimento de queda da taxa Selic foi iniciado apenas a partir do fim de janeiro de 2009, quatro meses após a falência do Lehman Brothers e quando se tornou claro, na visão convencional, que a depreciação não traria riscos inflacionários à economia.

Além da política monetária, a política fiscal anticíclica brasileira também foi alvo de críticas devido ao seu caráter anticíclico e expansionista a partir de dezembro de 2008. Como bem colocam Montes & Alves (2012), a atuação da política fiscal contracíclica trouxe à tona o discurso da visão convencional quanto à “permissividade” do Estado no que concerne o tratamento das contas públicas, abordagem esta que delega um papel secundário à política fiscal, a qual deve cuidar de garantir apenas condições de estabilidade e credibilidade.

Esta visão convencional difunde a ideia da existência de uma “economia saudável” e baseia-se na premissa de que o déficit público é um mal em si, grande responsável por processos inflacionários e que, assim, o governo deveria buscar o chamado orçamento equilibrado. Nesse sentido, o Estado e o mercado são vistos como antagônicos e irreconciliáveis. Dessa forma, a política recomendada é a redução do gasto público como forma de estímulo ao gasto privado e, conseqüentemente, como meio para impulsionar a recuperação econômica.

Além disso, segundo a visão ortodoxa, o afrouxamento das políticas monetária e fiscal contribuiria para impedir o ajuste automático do balanço de pagamentos que, no cenário de redução do nível de atividade, ocorreria via redução das importações, através da configuração de um novo cenário externo de contração de liquidez internacional e, portanto, de dificuldades para financiar o excesso de absorção doméstica (Araújo & Pires, 2010). Dessa forma, a

economia brasileira deveria se ajustar à nova realidade, preservando seu balanço de pagamentos através da redução da demanda agregada (processo automático). Assim, a adoção de uma política fiscal anticíclica não seria benéfica.

Contudo, tais argumentos, que repousam na concepção de que a ação anticíclica executada no Brasil poderia prejudicar o desempenho futuro da economia via desequilíbrios na trajetória da inflação, das finanças públicas e das contas externas, não se sustentam, uma vez que as políticas anticíclicas adotadas, principalmente a partir de 2009 no Brasil, não significaram um rompimento com o tripé sobre o qual está assentada a política econômica.

A respeito da trajetória da inflação, pode-se observar que o regime de metas para inflação não foi flexibilizado no período, dado que em dezembro de 2008 o COPOM optou por manter a taxa Selic no patamar de 13,75%, no mesmo em que se encontrava desde 2008:

O Comitê entende que a consolidação de condições financeiras restritivas por um período mais prolongado poderia ampliar de forma relevante os efeitos da política monetária sobre a demanda e, ao longo do tempo, sobre a inflação. Nessas circunstâncias, a maioria dos membros do COPOM, tendo em vista o balanço de riscos para a atividade econômica e, conseqüentemente, para o cenário inflacionário em 2009, discutiu a opção de realizar, neste momento, uma redução de 25 p.b. na taxa básica de juros. Entretanto, prevaleceu no Comitê o entendimento de que a trajetória prospectiva central da inflação ainda justificaria a manutenção da taxa básica em seu patamar atual. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2008)

Apenas na reunião subsequente, em janeiro 2009, o COPOM decidiu iniciar o ciclo de baixa da taxa de juros. Essa queda, entretanto, seguiu uma trajetória cautelosa até meados de 2009, de modo a assegurar a convergência da inflação para a meta e os mecanismos que fundamentam a existência de uma “boa gestão macroeconômica”. Isto posto, a forma tímida com a qual a autoridade monetária conduziu o movimento da redução da Selic revelou que a política monetária – ainda que tenha produzido efeitos anticíclicos - foi seguida dentro dos parâmetros definidos pelo regime de metas de inflação.

Ademais, em relação à política fiscal, se, por um lado, a crise econômica induziu à queda da arrecadação das receitas administradas, (o que já era de se esperar), por outro, a própria ação anticíclica, ao induzir a recomposição do produto e da renda, também contribuiu para evitar resultados ainda piores na arrecadação. Como coloca Araújo & Pires (2010):

Um exemplo é a redução da alíquota do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI): se por um lado a medida reduziu a arrecadação deste imposto, por outro lado impediu quedas maiores na arrecadação de imposto sobre circulação de mercadorias e serviços (ICMS) referente à comercialização dos produtos cujas alíquotas sofreram desoneração, ou no Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF) recolhido dos trabalhadores daqueles setores. Isto posto, fica claro que não fazer política fiscal anticíclica, ou – o que seria ainda pior – adotar medidas de arrocho fiscal como resposta à crise, não só agravaria o cenário de desaceleração econômica, reduzindo ainda mais a arrecadação, como também teria pouco ou nenhum impacto sobre a trajetória da DLSP/PIB [...] (ARAÚJO; PIRES, 2010, p. 52 e 53)

Assim, o conjunto de política econômica implementado no Brasil no período imediatamente posterior à eclosão da crise financeira internacional foi importante para a garantia da recuperação econômica, mas, por outro lado, sinalizou a continuidade do velho tripé, o qual foi, no máximo, flexionado. Dessa forma, em comparação às políticas anticíclicas adotadas nos EUA, a política de reação econômica brasileira esteve limitada à uma orientação macroeconômica mais rígida.

Considerações Finais

Conforme discutido ao longo desse trabalho, o crescimento das economias capitalistas ao longo do tempo apresenta um comportamento errático e instável, com a ocorrência de oscilações em torno de suas tendências de longo prazo. Tais flutuações ocorrem não apenas em variáveis reais – investimento, produto, emprego – mas, também, em variáveis financeiras e monetárias – taxas de juros, preços, dentre outros.

À luz da análise minskyana, a crise do mercado *subprime*, que teve início nos EUA em 2007, decorreu do aumento da concorrência e do avanço da desregulamentação financeira, que contribuíram para a configuração de um cenário econômico positivo, com aumento da alavancagem e crédito fácil, fatores que garantiram a subida dos preços dos ativos e o aumento dos empréstimos hipotecários. Dessa forma, o ciclo virtuoso assegurou que o sistema financeiro iria se mover ao longo das estruturas *hedge*, especulativa e *Ponzi*.

No entanto, tal quadro de prosperidade viu-se ameaçado já em meados de 2007, quando uma cadeia de eventos passou a indicar a fragilidade de instrumentos e estruturas financeiras: inadimplência das famílias tomadoras de empréstimos *subprime* com hipotecas com taxas de juros ajustáveis ou flutuantes, execução de devedores inadimplentes, quedas nos preços dos imóveis, dentre outros. A partir desse período, importantes instituições financeiras assistiram a uma significativa queda dos preços dos ativos e as classificações de risco destes começaram a ser rebaixadas. Era o início da chamada Grande Recessão, a qual pode ser considerada a mais grave crise do pós Segunda Guerra, com impactos em âmbito global e efeitos amplos sobre uma série de mercados e instituições financeiras.

Ainda que com uma menor intensidade, a Grande Recessão apresentou, portanto, particularidades que a aproximaram da Grande Depressão da década de 1930, como a duração, a abrangência internacional e a substancial necessidade de se voltar a regulamentar o setor financeiro.

Em decorrência disso, as políticas econômicas de reação à crise precisavam se mostrar enérgicas. Dessa forma, as políticas anticíclicas adotadas pelos diversos países no contexto dessa Grande Recessão assemelham-se em termos dos instrumentos utilizados: importância central do Estado como principal agente responsável pelo enfrentamento dos efeitos da crise, por meio principalmente de políticas monetária e fiscal expansionistas.

No entanto, o grau deste “afrouxamento” foi variável entre os países. Nos EUA, após a quebra do Lehman Brothers em setembro de 2008 e a ameaça de paralisação do mercado interbancário, tornou-se claro que as medidas convencionais até então utilizadas não seriam

suficientes para conter o avanço da crise. Como consequência, a taxa de juros básica atingiu o patamar próximo a zero (0,25%) no final de 2008 e, como decorrência mais importante, as autoridades americanas, em especial o FED, passaram a adotar um conjunto amplo de políticas anticíclicas monetárias não-convencionais.

Dessa forma, tornou-se evidente que nem as forças de mercado e nem as políticas monetárias convencionais seriam suficientes para a retomada do crescimento. Nesse sentido, o período foi marcado pela atuação de políticas monetárias não-convencionais, sobretudo as políticas de crédito e as políticas de *quantitative easing*.

Além da política monetária anticíclica, a política fiscal americana também foi ativa. Estímulos fiscais implementados durante a recessão de 2008/2009 incluíram tanto o aumento dos gastos do governo quanto os cortes de impostos. Ambas as medidas foram concebidas para estabilizar a atividade econômica ao estimular a demanda agregada.

No Brasil, a crise foi transmitida através de três principais canais de transmissão: i) contas externas; ii) sistema financeiro e iii) expectativas. Como resposta, o governo brasileiro seguiu, em linhas gerais, as medidas adotadas pelos diversos governos nacionais afetados pela crise, de inspiração keynesiana, e que podem ser resumidas em quatro grupos: i) medidas para recuperação (ou “desempocamento”) do nível de liquidez da economia; ii) medidas para a garantia da solidez do setor bancário, procurando reduzir o risco sistêmico; iii) medidas para contenção da crise cambial e iv) medidas de estímulo fiscal.

Como medidas de política fiscal, podem ser citadas as desonerações fiscais para os setores automobilísticos, de eletrodomésticos de linha branca e moveleiro, além da manutenção do gasto público. Já no campo da política monetária, destaca-se a redução no compulsório, a expansão do crédito por parte dos principais bancos públicos – Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Banco de Desenvolvimento Econômico e Social – e a redução da taxa de juros.

Apesar de estarem presentes e serem importantes para a recuperação econômica no contexto da Grande Recessão, as políticas anticíclicas brasileiras, no entanto, foram controversas. Nesse sentido, se, por um lado, o BC promoveu reduções na taxa SELIC, permitindo que essa alcançasse patamares historicamente baixos, por outro, antes da eclosão da crise, o BC iniciara, a partir de abril de 2008 um novo ciclo de alta da taxa de juros, a qual passou de 11,25% para 13,75% em setembro, visando a contenção da ameaça inflacionária decorrente da elevação dos preços das *commodities*.

Assim, a política monetária colocada em prática em 2008 tinha um caráter conservador e contracionista que, mesmo na ausência da crise internacional, levaria a economia brasileira inevitavelmente à desaceleração. Dessa forma, os efeitos recessivos do ciclo de alta de juros ocorrido ao longo de 2008 seriam fatalmente sentidos. Além disso, a demora em reduzir a taxa SELIC e a lenta velocidade com a qual isto ocorreu tiveram impactos contracionistas, constituindo uma componente recessiva interna.

No que diz respeito à política fiscal, embora já estivesse em marcha uma política fiscal anticíclica desde o começo da crise, os investimentos federais permaneceram estagnados entre dezembro de 2008 e março de 2009, na fase mais difícil da crise, apenas iniciando sua expansão após o anúncio da redução da meta de superávit primário em março de 2009, ou seja, somente seis meses depois da deflagração interna da crise.

Em suma, as políticas anticíclicas brasileiras foram marcadas: i) pelo atraso na resposta da política monetária para estimular o crescimento econômico; ii) pela atuação de uma política fiscal expansionista no que diz respeito aos gastos sociais e mais conservadora em relação aos gastos com investimento; e, finalmente, iii) pela manutenção de um elevado superávit primário em uma conjuntura de crise profunda.

Portanto, apesar do conjunto de políticas econômicas implementado no Brasil no período imediatamente posterior à eclosão da crise financeira internacional ter sido importante para a garantia da recuperação econômica, as políticas econômicas adotadas sofreram inflexões, as quais sinalizaram a manutenção do velho tripé e do conservadorismo da gestão econômica, o que inibiu e retardou a atuação de políticas anticíclicas no Brasil no contexto da Grande Recessão.

Referências Bibliográficas

ACIOLY, L.; CHERNAVSKY, E.; LEÃO, R.P.F. (2010). “Crise Internacional: medidas de políticas de países selecionados”. *Boletim de Economia e Política Internacional*, IPEA, n.1.

ANDRADE, Cyro. (2009). “De repente, um momento de provação para o capitalismo”. *Valor Econômico*, 31 julho de 2009.

ANDRADE, R. P.; DEOS, S. S. (2009). “Metas de inflação: lições da Era Greenspan”. *Revista de Economia Política*, v.29, n.3, p-93-113.

ARAÚJO, V. L.; GENTIL, D. L. (2011). “Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional”. *Textos para discussão*, IPEA, n. 1602.

ARAÚJO, V. L.; PIRES, M. (2010). “Políticas econômicas para superação da crise no Brasil: a ação anticíclica em debate”. In: CARDOSO, J. C. Jr. (Coord.), 2010. *Brasil em Desenvolvimento: Estado planejamento e políticas públicas*. IPEA, v.1.

ARESTIS, P. (2003). “Inflation Targeting: A Critical Appraisal”. The Levy Economics Institute of Bard College and Malcolm Sawyer University of Leeds, n. 388.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2008). Comitê de Política Monetária. Ata da reunião 139 do COPOM. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?copom139>.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. (2009). 79th Annual Report. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.pdf>.

BARBOSA, N. (2010). “Latin America: counter-cyclical policy in Brazil: 2008-09”. *Journal of Globalization and Development*, v. 1, n. 1, p. 1-12.

BARBOSA, N.; SOUZA, J. D. (2010). “A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. *Brasil: entre o passado e o futuro*. Boitempo, p. 57 – 110.

BASTOS, C. P.; TEIXEIRA, L. (2016). “Política econômica em tempos de crise: a reação do governo norte-americano à crise subprime”. 43º Encontro Nacional de Economia (ANPEC 2016).

BASTOS, C. P; MATTOS, F. A. M. (2011). “Crise subprime nos Estados Unidos: a reação do setor público e o impacto sobre o emprego”. *Revista Tempo do Mundo*, IPEA, v.3, n.2.

BERNANKE, B. (2004). “The Great Moderation”. Remarks before the Eastern Economic Association. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/>.

BERNANKE, B. (2010). “Monetary Policy and the Housing Bubble”. Board of Governors of the Federal Reserve System at the Annual Meeting of the American Economic Association. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm?sourc#pagetop>.

BERNANKE, B.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F. S.; POSEN, A. (1999). *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

BLANCHARD, O.; DELL’ARICCIA, G.; MAURO, P. (2010). “Rethinking macroeconomic policy”. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 42, p. 199-215.

BLINDER, A S.; ZANDI, M. M. (2010). “How the Great Recession was brought to an end”. *Moody's Economy*.

BLINDER, A.S. (2010). “Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies”. *CEPS Working Paper* n. 204.

BORGHI, R. A. Z. (2011). “Economia financeira e economia produtiva: o padrão de financiameto da indústria automobilística. Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP.

BORGHI, R. A. Z. (2017). “The Brazilian productive structure and policy responses in the face of the international economic crisis: An assessment based on input-output analysis”. *Structural Change and Economic Dynamics*, v. 43, p. 62-75.

BUREAU OF LABOR STATISTICS. (2008). “Why has unemployment risen? Insights from labor force flows. *Issues in Labor Statistics*. Federal Publications.

CARVALHO, Carlos Eduardo. (2012). “O Banco Central como prestador de última instância: mão quase invisível ao sustentar os mercados”. *Oikos*, v.11, n.2, p. 217 a 239.

CARVALHO, Fernando Cardim; SOUZA, F. E.; SICSÙ, J.; PAULA, L. F.; STUDART, R. (2007). *Economia Monetária e Financeira*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.

CARVALHO, C.; EUSEPI, S.; GRISSE, C. (2012). “Policy initiatives in the global recession: what did forecasters expect?”. *Current Issues in Economics and Finance*, v. 18, n.1.

CASTRO, G. H. V.; ROSA, M. S. S.; MARQUES, R. R. (2013). “O efeito da crise de 2008 na saúde econômica financeira dos bancos no Brasil: uma análise comparativa entre instituições públicas e privadas no período de 2007 a 2010”. *Universitas: Gestão e TI*, v.3, n.1.

CECCHETTI, S.G. (2008). “Monetary policy and the financial crisis of 2007-2008”. *CEPR Policy Insight*, v. 21.

CONCEIÇÃO, Daniel. (2009). “A crise econômica global e o triunfo de Minsky”. *Oikos: resgate de pensadores*, v. 8, n. 2, p. 303-320.

CUDDINGTON, J.T. (1997). “Analyzing the Sustainability of Fiscal Deficits in Developing Countries”. *World Bank Policy Research, Working Paper*, n. 1784.

CUNHA, A. M.; PRATES, D. M. (2011). “Estratégias macroeconômicas depois da crise financeira global: o Brasil e os emergentes”. *Indic. Econ. FEE*, v.39, n.1, p.67-82.

DAVIDSON, P. (2008) “Is the Current Financial Distress Caused by the Subprime Mortgage Crisis a Minsky Moment?”. *JPKE*, v. 30, n. 4.

FARHI, M. (2012). “Os dilemas da política econômica no pós-crise” In: CINTRA, M.; GOMES, K. (Orgs.). *As transformações no sistema financeiro internacional*. IPEA. p. 123-176.

FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. (2009). “Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes”. *Estudos avançados*, v.23, n.66, p. 169-188.

FERRAZ, F. C. (2013). “Crise financeira global: impactos na Economia Brasileira, Política Econômica e Resultados”. Dissertação de Mestrado, IE/UFRJ.

FREITAS, M. C.; CINTRA, A. M. (2008). “Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano”. *Revista de Economia Política*, v. 28, n. 3 (111), p. 411-433.

GENTIL, D. L.; MICHEL, R. (2009) “Diagnóstico da política econômica no Brasil e alternativas de enfrentamento da crise a curto e médio prazos”. In: CARDOSO, J. C. Jr. (Coord.), 2009. *Brasil em Desenvolvimento: Estado planejamento e políticas públicas*. IPEA, v.1. Cap. 2.

GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. (1990) “Can severe fiscal contraction be expansionary?” In: BLANCHARD, O.; FISCHER, S. (Ed.). *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual*, vol. 5, pp. 75-122.

GOBETTI, S. W.; GOUVÊA, R. R.; SCHETTI, B. P. (2010). “Resultado Fiscal Estrutural: um passo para a institucionalização de políticas anticíclicas no Brasil”. *Textos para Discussão*, IPEA, n. 1515.

KREGEL, J. A. (2008) “Minsky’s Cushions of Safety – Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market”. *The Levy Economics Institute*, Public Policy Brief, n. 93.

KREGEL, J. A. (2010). “What would Minsky have thought of the Mortgage Crisis?” In: Papadimitriou, D, B; Wray, L, R (Eds). *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Cheltenham, E. Elgar.

MALAN, P. (2009). “Aonde queremos chegar”. In: BACHA, E.L.; GOLDFAJN, L.; MALAN, P. *Como reagir à crise? Políticas econômicas para o Brasil*, p. 11-17.

MAZZUCHELLI, F. (2008). “A crise em perspectiva: 1929 e 2008”. *Novos Estudos – CEBRAP*, n. 82, p. 57-66.

MINSKY, H. P. (1982). *Can it happen again? Essays on Instability and Finance*, New York: M.E. Sharpe.

MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press.

MISHKIN, Frederic S. (2007). “Housing and the Monetary Transmission Mechanism”. National Bureau of Economic Research, n. 13518.

MONTES, G. C; ALVES, R. C. (2012). “O debate acerca dos objetivos e condução da política fiscal: uma abordagem crítica à visão convencional”. *Economia e Sociedade*, v.21, n.2 (45), p. 363-386.

MOREIRA, T. B. S.; SOARES, F. A. R. (2010). “A crise financeira internacional e as políticas anticíclicas no Brasil”. *Tema III: Política Fiscal e a Crise Econômica Internacional. Finanças Públicas – XV Prêmio Tesouro Nacional*, p. 1-69. Disponível: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/137713/Premio2010_Tema_3_1.pdf.

NASSIF, A. (2015). “As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira”. *Revista de Economia Política*, v. 35, n. 3, p. 426-443.

NOZAKI, W.V. (2011). “A crise financeira internacional e a atuação do Estado nacional: a originalidade do caso brasileiro”. *Oykos*, v.10, n.1, p.38-57.

OECD (2008). Developments in individual OECD countries: United States. *Economic Outlook*, v.2, n.84, p.84-88.

OREIRO, J.L. (2011). “Origem, causas e impactos da crise”. *Valor Econômico*, 13 set. 2011. Caderno Especial, p. 16.

PAPADIMITRIOU, D. B.; WRAY, L. R. (2010). “Minsky on Money, Banking and Finance”. In: Papadimitriou, D, B; Wray, L, R (Eds). *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Cheltenham, E. Elgar.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. (2011). “O Brasil e a crise financeira global: avaliando os canais de transmissão nas contas externas”. *Revista de Economia Contemporânea*, v.15, n. 1, p. 62 – 91.

SANTIAGO, M.C. (2012). Limites e procedimentos da política monetária: evidências do Brasil e dos EUA nos anos 2000. Tese de Doutorado, IE/UFRJ.

SARAIVA, P.J. (2014). Três debates sobre os rumos da Política Monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. Tese de Doutorado, IE/UFRJ.

SARAIVA, P.J; PAULA, L.F; MODENESI, A.M. (2014). “A Crise Financeira Americana e as Políticas Monetárias Não-Convencionais”. *42º Encontro Nacional de Economia (ANPEC 2014)*.

SARGENT, T. J.; WALLACE, N. (1981). “Some unpleasant monetarist arithmetic”. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, v. 5, n. 3.

TAYLOR, J. B. (2010). “An exit rule for monetary policy”. Testimony before the Committee on Financial Services US House of Representatives, March, v. 25.

TCHERNEVA, P. R. (2011). “Fiscal Policy Effectiveness: Lessons from the Great Recession”. *Levy Economics Institute of Bard College*, n. 649.

TCHERNEVA, P. R. (2012). “Reorienting Fiscal policy after the Great Recession”. *Levy Economics Institute of Bard College*, n.719.

TORRES FILHO, E.T (2008). “Entendendo a crise do subprime”. *Visão do Desenvolvimento (BNDES)*, n. 44.

UNITED STATES DEPARTMENT OF THE TREASURY. (2010). “Troubled Asset Relief Program – Two Year Retrospective”. Office of financial stability.

WEBEL, B.; LABONTE, M. (2010). “Government Interventions in Response to Financial Turmoil”. *Congressional Research Service Report*, Library of Congress.

WHALEN, C. (2008) “Understanding the Credit Crunch as a Minsky Moment”. *Challenge*, v. 51, n. 1.

WRAY, L. Randall. (2008) “Lessons from the Subprime Meltdown”. *Challenge*, v. 51, n. 2.

WRAY, L., Randall. (2009). “Minsky’s Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis”. *Levy Economics Institute of Board College*, n. 578.