

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

O debate econômico e a crise financeira de 2008

NEEMIAS ALBERT DE SOUZA

matrícula nº 105082765

ORIENTADOR: Prof. Antonio Luis Licha

SETEMBRO 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

O debate econômico e a crise financeira de 2008

NEEMIAS ALBERT DE SOUZA

matrícula nº 105082765

ORIENTADOR: Prof. Antonio Luis Licha

SETEMBRO 2010

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

AGRADECIMENTOS

Agradeço a meus familiares, sem os quais não poderia ter concluído este trabalho. Agradeço também a meus colegas e professores na UFRJ, que ofereceram estímulo e motivação cruciais para minha vida acadêmica. Agradeço especialmente ao professor Antonio Licha, cuja orientação definiu os rumos e permitiu o encaminhamento dos meus esforços. Esclareço que todos os erros e omissões presentes neste trabalho são de minha exclusiva responsabilidade.

RESUMO

A economia mundial sofreu uma crise no final dos anos 2000 sem precedentes nas sete décadas anteriores. Embora a natureza dessa crise e seus efeitos ainda sejam objeto de debate entre os economistas, pode-se afirmar que ela teve origem na crise de confiança por que passou o mercado de hipotecas nos Estados Unidos e em outros países.

O estudo da comercialização de hipotecas indica que elas sofreram por um processo de liberalização ampla e diluição de riscos. Os tomadores puderam adquirir hipotecas tendo cada vez menos obrigações e precondições, ao passo que os riscos associados a tal prática foram reduzidos e entregues a outros agentes pela securitização de ativos financeiros. Some-se a isso a falta de zelo das agências de classificação de risco privadas e as reguladoras estatais, e o resultado foi, por fim, a perda de confiança nos papéis lastreados em hipotecas.

Com os eventos daí resultantes, de quebra de grandes instituições financeiras e recessão nas economias industrializadas, houve também um acirramento das discussões entre os economistas, que se voltaram à avaliação desses fatos e de suas consequências sobre o grau de aceitação da Teoria Econômica tradicional. Entre as repercussões, contam-se o fim do período da “Grande Moderação” e a ascensão da heterodoxia keynesiana.

Este trabalho visa a traçar os eventos que levaram à crise, suas características principais e também as consequências desses acontecimentos para a comunidade científica no campo da Ciência Econômica.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	6
I – A CRISE FINANCEIRA DE 2008	
I.1 – A GÊNESE DA CRISE.....	8
I.2 – O DESENNOLAR ULTERIOR DA CRISE.....	13
II – OS EFEITOS DA CRISE NA TEORIA ECONÔMICA	
II.1 – AS CONSEQUÊNCIAS DA CRISE.....	18
II.2 – O FIM DA UNIFORMIZAÇÃO DO PENSAMENTO ECONÔMICO.....	26
II.3 – CONCLUSÃO.....	32
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	33
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	35

INTRODUÇÃO

L. von Mises mostrou que o instrumental econômico pode ser usado para elucidar fenômenos nos diversos campos de estudo da ação humana. O conhecimento dessas ferramentas depende do registro da discussão entre economistas e dos eventos que alimentam o debate. Como exposto por J. S. Mill, os eventos estudados na Ciência Econômica são sujeitos à influência de *causas perturbadoras*, que os influenciam mas não são ordinariamente conhecidas.

A crise financeira de 2008 é de óbvio interesse para os economistas. Até os dias atuais, continua o debate a respeito de suas consequências e, principalmente, suas causas. Embora o objeto deste trabalho seja a crise financeira de 2008, não se trata propriamente de investigar sua natureza, um empreendimento de maior escopo. Não se deixou, entretanto, de analisar suas causas, da forma como foram apontadas por analistas e centros de pesquisa.

O propósito deste trabalho é, sobretudo, verificar quais são as linhas-mestras da discussão econômica no mundo pós-crise. Pretende-se também descrever os eventos que levaram à uniformização teórica descrita por P. Krugman em 2009. O novo debate, envolvendo autores como Eugene Fama, Christina Romer e Brad DeLong, poderá ser o embrião de uma quebra de paradigma kuhniana, ou mesmo a realimentação de tensões latentes a respeito da ortodoxia teórica. A retomada do ideário keynesiano foi também uma expressão do acirramento do debate pós-crise. O entendimento das questões que movem os estudiosos é fundamental para a compreensão do ambiente científico.

No primeiro capítulo, é descrita a gênese da crise: suas origens, no mercado hipotecário e imobiliário americano, com a securitização de ativos baseados em empréstimos cada vez menos rigorosos, e que criaram papéis de valor cadente, conforme os agentes econômicos se aperceberam das fragilidades do sistema financeiro. São descritas também as ações efetivamente tomadas pelos governos nos países industrializados, além da re-estruturação de grandes instituições financeiras multilaterais.

No segundo capítulo, a abordagem recai sobre as consequências da crise para o debate acadêmico, o fim do clima de uniformização e concordância entre as escolas de pensamento, a nova proeminência de correntes mais heterodoxas, e a retomada da

agitação entre os economistas. A questão principal a motivar essa agitação foi a conduta a ser adotada pelos governos diante da crise, principalmente com o fito de minorar seus efeitos adversos. Nota-se um alinhamento dos economistas em três correntes, em graus diferentes de apego à ortodoxia econômica; a percepção teórica condiciona as propostas dos analistas.

I – A CRISE FINANCEIRA DE 2008

I.1 – A GÊNESE DA CRISE

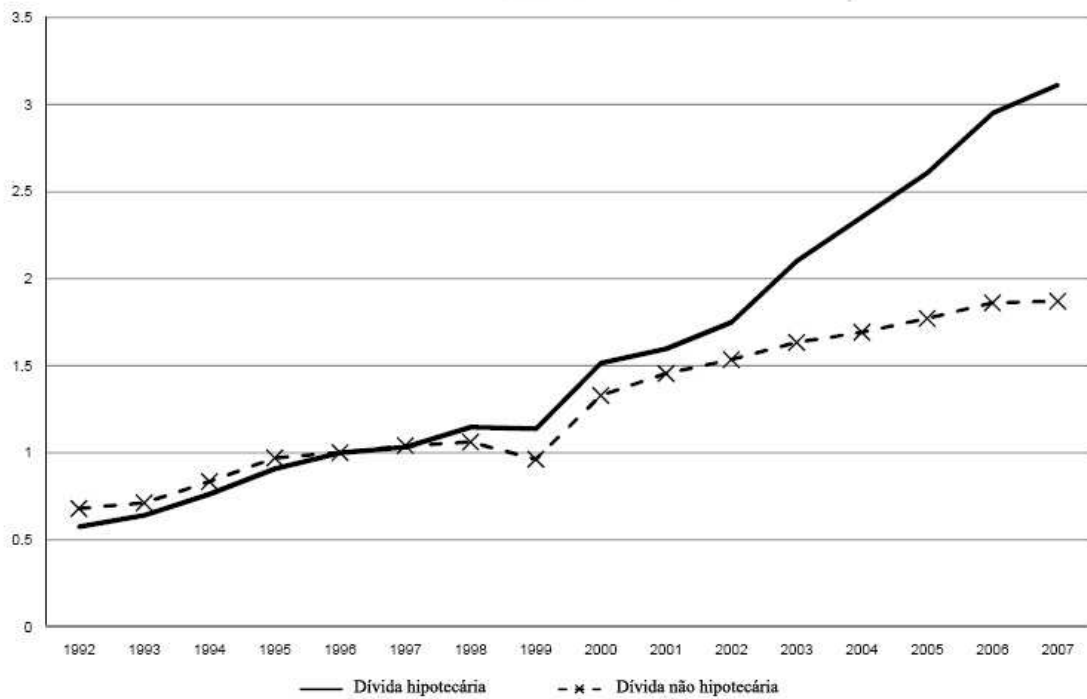
A palavra “crise”, do grego *κρίσις*, significa mudança. Os acontecimentos que culminaram com a falência dos bancos Bear Sterns e Lehman Brothers, nos Estados Unidos, implicaram mudanças agudas na economia global. Seus efeitos foram sentidos não apenas nos indicadores econômicos, como também nas realidades das populações dos países, cujos resultados imediatos foram a dificuldade de acesso a crédito externo e à obtenção de mercadorias.

A crise financeira nos mercados de hipotecas *subprime* (sub-ótimas) nos Estados Unidos, que desencadearia a crise geral nos mercados posteriormente, pôde ser detectada a partir de 2007. Por essa razão, tornou-se comum na literatura definir esse ano como o marco inicial da crise. No entanto, neste trabalho usa-se a definição da crise como o evento global de incerteza e resultados abaixo dos esperados nos indicadores econômicos globais, evento verificado a partir de 15 de setembro de 2008, seguindo a classificação de Ait-Sahalia.

A crise financeira baseou-se na securitização de ativos de pouca liquidez por instituições financeiras. Entre esses ativos, destacam-se as hipotecas, que passaram a ser acompanhadas atentamente pela imprensa internacional em 2008. As causas desse fenômeno foram taxas baixíssimas de juros praticadas nos Estados Unidos e, principalmente, as práticas de negociação com menor aversão ao risco nos mercados de hipotecas americanos (HULL, 2009).

Em cumprimento à política habitacional para os cidadãos de baixa renda nos EUA, estimulada desde os anos 1990, os desregulados mercados de hipotecas tornaram-se abertos aos consumidores com piores históricos de crédito, as chamadas hipotecas *subprime*. Ao mesmo tempo, foi impulsionada a securitização no mercado secundário de hipotecas, a cargo principalmente das companhias semi-governamentais Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac. O efeito dessa política evidencia-se no Gráfico 1, que aponta o grau de endividamento dos consumidores nos Estados Unidos entre 1992 e 2007, discriminando a participação das hipotecas.

Gráfico 1

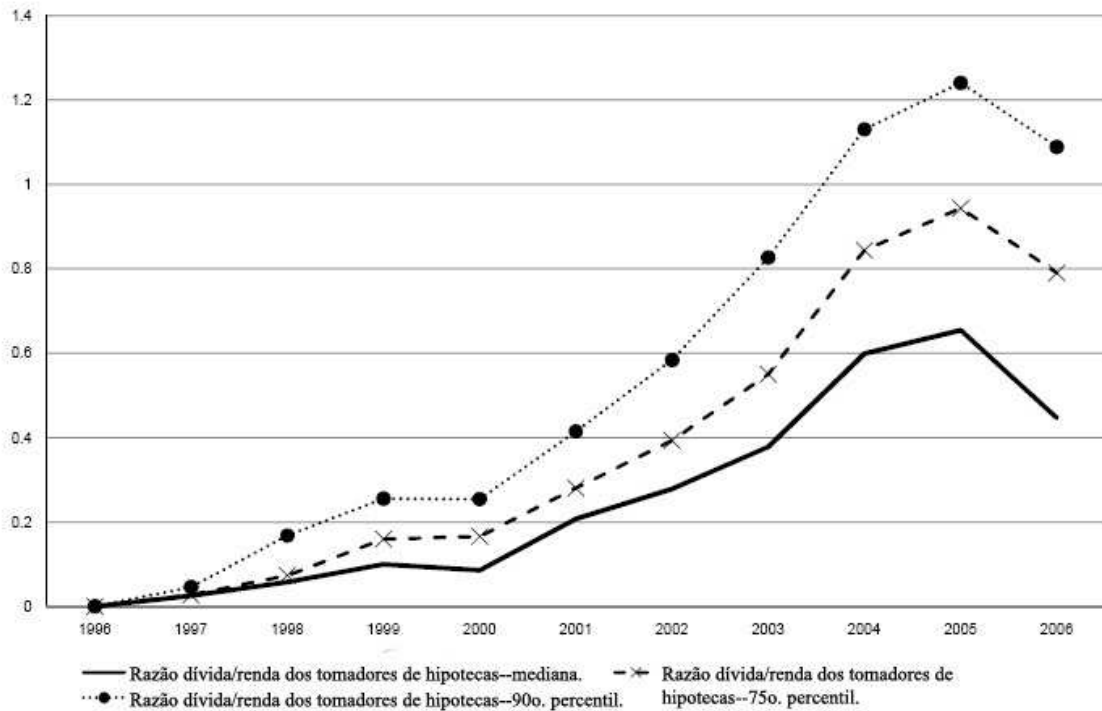


Fonte: MIAN (2008)

Com as hipotecas cada vez mais acessíveis a um público mais amplo, a demanda realimentou a valorização no mercado de imóveis, que eram os bens que garantiam as próprias hipotecas. A liberalização nos mercados de hipotecas chegou ao ponto de que, como Mian e Sufi demonstraram, a relação entre a variação da renda e a do preço das hipotecas foi negativa somente no período de 2002 a 2005, considerando os mercados de 1990 até 2008: enquanto a renda média das famílias caía, os preços continuavam a subir (MIAN et al., 2008).

A fragilidade desse crescimento do crédito lastreado em imóveis, que mais tarde motivaria grande preocupação por parte dos detentores de papéis, tem um aspecto importante mostrado no Gráfico 2: o crescimento da razão dívida/renda dos tomadores de empréstimos hipotecários, baseado em índice com referência em 1996 ($y=0$). Trata-se da evidência quantitativa do relaxamento quanto à concessão de empréstimos hipotecários das instituições financeiras nos Estados Unidos.

Gráfico 2



Fonte: MIAN (2008)

O ambiente passou a ser também o de difusão do risco moral (*moral hazard*) associado a esses empréstimos. As negociações sofreram um processo crescente, a partir de 1996, de “desintermediação”, isto é, foram vendidas a terceiros no prazo de um ano da concessão de hipotecas. Com isso, os novos credores, inclusive instituições financeiras não bancárias, foram expostos a práticas cada vez menos prudentes dos vendedores originais de hipotecas, que puderam relaxar os requerimentos para concessão de crédito, tendo em conta a alta probabilidade de passarem esses ativos a terceiros.

A marcar ainda mais a incidência de risco moral, as hipotecas negociadas com terceiros eram aquelas em regiões onde havia maior demanda por hipotecas (ou seja, áreas que tendiam a ser menos afluentes) e cujos credores tinham uma relação dívida/renda maior que a média. Os indícios apontam, seja pelo tamanho do problema, seja por suas consequências no mercado de hipotecas, que o aumento do risco moral entre as instituições financeiras contribuiu muito para avolumar a bolha hipotecária e a posterior crise, quanto os proprietários de ativos lastreados nessas hipotecas se viram

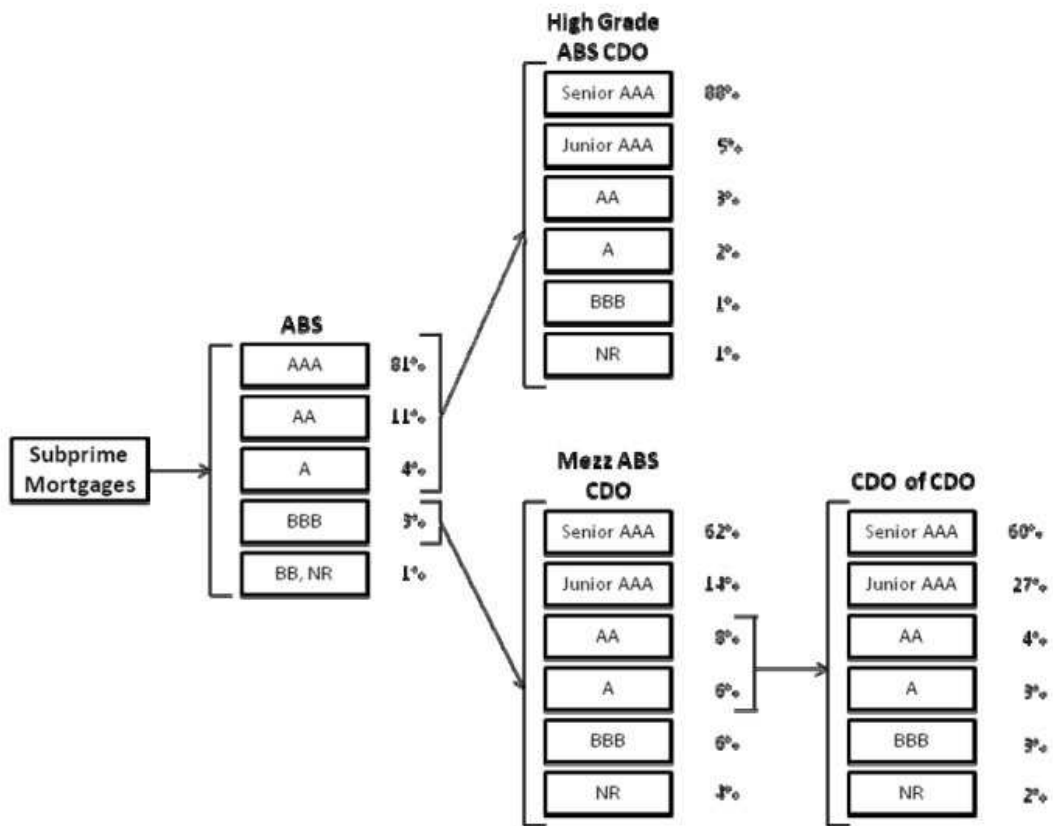
em situação financeira instável. Essa relação fluida entre instituições financeiras, com transferência de risco sem uma correspondente distribuição dos custos a ela associados, levaria no futuro a uma percepção pública de promiscuidade no setor, e a um consenso de que a situação no setor imobiliário era inadequada.

Esse ciclo de pré-requisitos menos rígidos e difusão do risco moral chegou ao ápice, e começou a decair, em 2005, e mais acentuadamente em 2006. Em outros mercados, como o Reino Unido, também ocorreram perdas nos mercados de imóveis nessa época (HULL, *ibid.*). O chamado estouro da bolha foi acentuado nos Estados Unidos pelo fato de que as residências eram a única garantia oferecida em caso de inadimplência, em muitos estados do país. Com isso, muitos especuladores aproveitaram-se da crise para tomar hipotecas e deixar de pagar os empréstimos, pois sabiam que as casas valiam cada vez menos.

Os mercados financeiros foram atingidos pela bolha imobiliária graças à prática de securitização de ativos ligados a hipotecas. Simultaneamente, a prática de securitização ajudou a promover a bolha, por embaçar os riscos com inadimplemento. Assim, os vendedores de hipotecas não tiveram grande inibição diante dos riscos assumidos.

Os papéis garantidos por ativos (*asset-backed securities*, ABS) foram a principal forma de securitização das hipotecas. A Figura 1 mostra a estrutura de um instrumento financeiro lastreado em hipotecas típico do período pré-crise – as hipotecas são arrançadas segundo sua classificação de risco; os numerais indicam a participação percentual de cada tipo de instrumento no ativo. Hull descreve como as ABSs são divididas entre ativos “senior”, “mezzanine” e “equity”, do menos para o mais arriscado. A composição dessas faixas de risco depende do referendo de empresas classificadoras de risco (*ratings*), que, como mostrado por Hull e White, foram imprecisas quando se tratou de pacotes de ABSs (“ABS CDOs”). As próprias organizações financeiras que transacionavam ABS deixaram de trabalhar sempre com modelos de risco e pagamento, por confiarem nas classificações AAA/Aaa dadas pelas *ratings* (HULL et al., 2010).

Figura 1



Fonte: HULL (2010)

Até a falência do banco Lehman Brothers, em 15 de setembro, os mercados e as autoridades governamentais trataram a crise como um evento localizado, específico aos mercados imobiliários americanos. Com a falência do então quarto maior banco de investimento dos Estados Unidos, foi evidenciada a natureza mais ampla da crise, ao mesmo tempo em que os indicadores macroeconômicos registravam índices cada vez piores (AIT-SAHALIA et al., 2009).

I.2 – O DESENVOLVER ULTERIOR DA CRISE

A crise do mercado imobiliário americano tornou-se uma crise de confiança nos mercados globais no segundo semestre de 2008. Os efeitos da crise foram sentidos ainda em 2010; a economia mundial teve crescimento de -2,1% em 2009, segundo estimativa publicada pelo Banco Mundial em junho de 2010, no que foi o primeiro recuo econômico global em sessenta anos.

Michael Bordo descreve como a crise se espalhou do mundo financeiro para a economia real dos bancos de investimento e bancos comerciais por meio da rede de instrumentos derivativos. Com a perda de confiança nos instrumentos financeiros e nas agências de risco que os endossaram, vieram uma crise creditícia violenta e o colapso dos mercados de equidade que levariam a uma desaceleração econômica.

A crise trouxe também a estagnação do mercado interbancário, ainda em 2007, a que o Fed (*Federal Reserve*, o Banco Central americano) reagiu injetando liquidez e cortando as taxas básicas de juros, que atingiram nível nominal marginalmente superior a 0% em dezembro de 2008. As ações do governo dos Estados Unidos frente à crise procuraram restaurar a calma nos meses de maior agitação.

A primeira ação mais intervencionista veio em dezembro de 2008, com o salvamento do banco Bear Sterns, absorvido pelo JP Morgan com apoio de recursos do Fed. Esse foi o primeiro de várias medidas de salvamento de bancos, os chamados “*bail outs*”, sob o argumento de que iriam conter a disseminação da desconfiança, dada a exposição desses bancos. O Fed ofereceu também várias “janelas” de crédito reduzido e baixos requerimentos de margem para bancos de investimento.

O “*bail out*” seguinte, em julho, foi o das instituições hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac, que detinham em conjunto a maioria das hipotecas emitidas nos EUA. As instituições foram parcialmente nacionalizadas, para reduzir a instabilidade do mercado de hipotecas.

Em setembro, o governo permitiu a falência do banco de investimento Lehman Brothers. As razões da omissão governamental nesse caso, tendo em vista as ações anteriores de intervenção no mercado, estão ainda em discussão. O intuito principal, acredita-se, foi o de evitar o risco moral da ideia que o governo salvaria todas as instituições financeiras que passassem por dificuldades. A reação do mercado foi tão

negativa, no entanto, que no dia seguinte o governo dos EUA salvou o American Insurance Group (AIG) – considerado grande demais para falir (“*too big to fail*”), para a estabilização dos mercados – nacionalizando-o. Com a falência do Lehman Brothers decretada, a crise de confiança se tornou uma completa retração de crédito global e nas bolsas de valores, enquanto os empréstimos interbancários efetivamente cessaram, sob temores de que nenhum banco estava seguro (BORDO, 2008).

O governo George W. Bush procedeu, ainda em 2008, ao anúncio de outras medidas de estímulo econômico, com o que dividiu sua base de apoio republicana e atraiu muitos votos democratas no Congresso dos Estados Unidos. A mais importante foi o “*Troubled Asset Relief Program*” (TARP), designando a legitimidade da compra, pelo Tesouro dos EUA, de até US\$ 700 bilhões em ativos desvalorizados ou pouco líquidos, nomeadamente *securities* hipotecárias. Esse programa prevê o ressarcimento dos valores pelas instituições beneficiadas e tem duração indefinida, o que ajuda a estabilizar os ânimos dos investidores privados; não obstante, o TARP sofreu pesadas críticas, sendo chamado de “*bail out* definitivo”, e associado novamente, como outras medidas intervencionistas de estabilização, com o problema do risco moral.

Uma característica importante da crise foi sua rápida difusão, semeando uma crise de confiança nos canais econômicos pelos quais se comunicam as economias do planeta, cada vez mais interligadas. Esse efeito de contágio foi marcado nas economias desenvolvidas, que registraram, todas, crescimento negativo em 2009. Também sofreram, nesse ano, os países com forte dependência dos fluxos de investimento e crédito das nações desenvolvidas, como o México ou os países do Leste Europeu; e aqueles que dependem mais de exportações, como Rússia e Arábia Saudita. Seja como for, a crise afetou a todos: mesmo nações que alcançaram as maiores taxas de crescimento, como Índia e China, sofreram o impacto da crise na decepção dos resultados em relação ao desempenho esperado por analistas.

Os governos nacionais, frente a esses acontecimentos, tiveram de agir rapidamente para restaurar um ambiente saudável de negócios.

Ao estudar as medidas tomadas pelos governos e as reações dos agentes econômicos nas economias desenvolvidas, Ait-Sahalia e colegas concluíram que foram pouco relevantes. As ações de política que tiveram efetividade no curto prazo, nos Estados Unidos, restringem-se aos cortes das taxas de juros e à abertura de linhas de

swap cambial com bancos centrais estrangeiros. Por outro lado, medidas *ad-hoc*, ainda que bem intencionadas, como o salvamento de certas instituições, aumentaram o nervosismo nos mercados (AÏT-SAHALIA et al., *ibid.*).

A crise causou retração nos mercados de capitais, e afetou dramaticamente as decisões de empresas, praticamente inibindo quaisquer fusões e aquisições, por exemplo. Esses efeitos terminaram por deprimir a demanda agregada. Como resultado, as economias dos Estados Unidos, da União Europeia e do Japão tiveram crescimento negativo em 2009.

Nos Estados Unidos, o governo de Barack Obama teve como maior prioridade no início de mandato, a partir de 2009, o combate à crise financeira. Ele buscou uma parceria com o Congresso dos Estados Unidos para aprovar os pacotes econômicos que julgou serem necessários para aplacar o ambiente negativo, ao mesmo tempo em que manteve a política de ampla liquidez para as instituições financeiras e de juros baixos no Fed, e trouxe para postos de aconselhamento em conselhos presidenciais economistas como Christina Romer e Paul Volcker.

Obama teve como primeiro instrumento de estímulo econômico maciço o “*American Recovery and Reinvestment Act*” (ARRA), uma combinação de cortes de impostos, investimentos diretos dos governos estaduais e federal e programas de transferência de renda, totalizando US\$ 787 bilhões. Ele continuou a liberar verbas do TARP e promoveu outros programas de estímulo, como isenção fiscal para a compra da casa própria e automóveis e a extensão do tempo de liberação do seguro-desemprego. O governo também aprovou uma reforma do sistema financeiro, conhecida como “Reforma de Wall Street”, em resposta às preocupações quanto ao fato de que grandes bancos tiveram suas perdas pagas pelo contribuinte durante a crise. A reforma também prevê um maior controle social e prestação de contas do setor bancário.

No epicentro da crise, a economia americana obteve uma recuperação econômica apenas em 2010, e sem diminuição do desemprego, apesar da proatividade governamental. A União Europeia saiu da recessão em 2010, mas ainda terá que lidar com crises da dívida de seus países-membros e com um desequilíbrio nas transações internas ao bloco.

O ano de 2010 assistiu também à retomada do crescimento industrial e do intercâmbio entre os países, que voltaram aos níveis pré-crise. Os indicadores da recuperação global reafirmaram a tendência, que vinha se materializando antes da crise, de que o crescimento econômico seria verificado, principalmente, nos países em desenvolvimento, destacadamente Índia e China. Isso é uma reversão da realidade em vigor desde o fim da Segunda Guerra Mundial, na qual o crescimento e a inovação se concentravam no “Ocidente”, no grupo de economias avançadas. A crise teve, assim, um efeito catalisador da nova divisão dos países em dois grupos: o dos países “ocidentais”, desenvolvidos, cuja economia tende à estagnação e de população envelhecida; e o dos países em desenvolvimento, que representam a maior parte do crescimento econômico e possuidores de população mais jovem.

Por outro lado, a crise serviu para denegar algumas verdades tidas como estabelecidas na economia internacional. A irremediável ascensão da China e queda relativa dos EUA e do dólar americano (ver a respeito FERGUSON, 2008 e EICHENGREEN, 2009) não transpareceram como tendências no mundo imediato pós-crise. Pelo contrário, os títulos da dívida pública dos EUA e o dólar foram procurados por investidores. Outro refúgio foram *commodities* metálicas, como o ouro e a platina, que retiveram suas propriedades de reserva de valor em momento de grande incerteza.

Uma consequência inescapável da crise financeira, no universo das relações internacionais, é o maior peso relativo dos países emergentes. O G-20 financeiro, grupo que inclui economias em desenvolvimento como Brasil, China e Arábia Saudita, substituiu definitivamente o G-7 como o principal fórum para a tomada de decisões que afetam a economia global. Houve reformas em instituições multilaterais como o FMI, que recebeu cotas muito maiores de participação de países fora do mundo desenvolvido.

As principais instituições multilaterais, o Banco Mundial e o FMI, que foram idealizadas no Sistema de Bretton Woods, na década de 1940, direcionaram seus esforços para se tornar um melhor instrumento de reação a crises internacionais futuras. Essa linha de ação foi apontada pelo diretor do FMI, Dominique Strauss-Kahn, num discurso em 2009 (STRAUSS-KAHN, 2009). Strauss-Kahn expressou a necessidade de ampliar a governança econômica global para além do grupo fechado das economias desenvolvidas, para o quê o grupo ampliado das 20 maiores economias (G-20 Financeiro) se traduz no melhor fórum de diálogo e resolução de problemas. Outra

questão apontada foi a da reformatação dos instrumentos de vigilância, para assegurar a estabilidade dos mercados financeiros, e da Linha de Crédito Flexível, para financiamento de emergência. Para o FMI, o crescimento acentuado das reservas globais reflete a falta de segurança por ausência de linhas de crédito das instituições multilaterais.

II – OS EFEITOS DA CRISE NA TEORIA ECONÔMICA

II.1 – AS CONSEQUÊNCIAS DA CRISE

Se trouxe agitação e causou distúrbios na economia financeira e também no lado real dos eventos econômicos, ao menos a crise financeira de 2008 deu nova vida ao debate em Economia. Observadores como Paul Krugman – que recebeu o Prêmio Nobel de Economia, o mais reconhecido prêmio da carreira econômica, no mesmo ano em que a crise financeira surgiu e chegou ao ápice – chamam a atenção para o fato de que, enquanto os economistas se felicitavam pelo sucesso absoluto da teoria macroeconômica, o planeta conheceu a pior retração desde a Segunda Guerra Mundial, sob os auspícios dos principais formuladores de política econômica. A percepção errônea de que o progresso teórico era máximo e insuperável teve origem no descarte, por muitos economistas, de quaisquer pontos de vista que não partilhassem de certo viés em sua formulação.

Economistas influenciados pelo keynesianismo passaram, em grande medida, a subscrever as políticas neoliberais, no movimento chamado “Grande Consenso”. No período iniciado em 1990, até a crise de 2008, o conjunto de recomendações de políticas correspondentes, chamado de Consenso de Washington, atingiu seu auge. Isso representou a defesa da não-intervenção nos mercados financeiros, do livre-câmbio e das baixas taxas de juro real.

Krugman aponta que o pensador keynesiano Olivier Blanchard, economista-chefe do FMI na época de deflagração da crise financeira, declarou no início de 2008, num *paper* intitulado “*The State of Macro*”, que “o estado da macroeconomia é bom” e que tinha ocorrido uma ampla convergência de visões. Outro teórico da mesma escola, Ben Bernanke, hoje presidente do Fed, afirmou em 2004 que a performance econômica das últimas duas décadas era uma causa para celebração. Robert Lucas, notável economista da escola novo-clássica, proclamou em discurso de 2003 à Associação Econômica Americana que o problema central da prevenção de depressões estava superado.

A crise financeira global, a partir de 2008, detonada nos mercados de hipotecas *subprime* dos Estados Unidos, e até hoje em vigência, veio a abalar o prestígio conquistado pelos economistas. A surpresa real não surgiu propriamente das

consequências nefastas do excesso de endividamento privado americano, mas sim da completa *débâcle* dos mercados financeiros, que corroeu a confiabilidade dos agentes financeiros e arrastou consigo outros setores da economia global. Outros problemas foram: a sensação de inépcia dos economistas por não existir um movimento de alerta generalizado contra a liberalização creditícia excessiva, exceto por vozes isoladas, como a de Nouriel Roubini; e a incapacidade de controlar o desvirtuamento das políticas de empréstimo americanas, principalmente no mercado de hipotecas, cuja fiscalização cabia aos técnicos de várias agências daquele país, como o Fed, a Securities and Exchange Commission (SEC), a Federal Trade Commission (FTC) e outras.

Krugman explica que muitos economistas foram contagiados pelo ambiente de uniformização, tendo “confundido a beleza, vestida de uma matemática de aparência impressionante, com a verdade” (KRUGMAN, 2009). O mesmo, segundo ele, ocorreu antes da Grande Depressão, tendo os economistas acreditado na visão de um sistema quase perfeito. Essa visão, na época, tornou-se insustentável com o aumento maciço do desemprego; mas, com o esvaecimento das lembranças daquele período, voltou-se a uma percepção idílica, que teria perdurado até o choque de 2008.

Essas alterações no clima teórico dos economistas se imiscuem com o meio político de cada era, como admite Krugman. A existência de certa distensão entre os economistas que confiam mais nos mercados, desregulados e de ação espontânea, e aqueles que advogam uma intervenção externa, no mais das vezes estatal, para regular a ação dos mercados de ativos, parece ser mesmo inerente ao desenvolvimento do pensamento econômico. Toda a construção de modelos elegantes, idealizados, que englobassem todas as possibilidades na Economia, tem a ver também com política.

Em seu artigo, Krugman rememora a predominância do liberalismo nos 160 anos seguintes ao surgimento da teoria econômica, em 1776, com Adam Smith, e também o baque que trouxe a Grande Depressão de 1929. Em meio à crise, ainda afirmou-se que o que quer que aconteça numa economia de mercado tem que estar certo. Grande parte da comunidade de economistas, entretanto, procurou respostas nos escritos de John Maynard Keynes, em busca de respostas para tais acontecimentos não previstos pela teoria, para eventos que não respondem à racionalidade e outros pressupostos dos economistas clássicos. Tornou-se patente que esses pressupostos, em certo ponto, não se adequavam sempre às necessidades dos analistas do mundo real.

Mais recentemente, Alan Greenspan encarnou, como presidente do Fed nos governos Reagan, Bush, Clinton e George W. Bush – de 1987 a 2006 – o apoio à desregulamentação governamental nos mercados, ao encolhimento das agências e do orçamento estatais e à celebração da “Grande Exuberância” dos agentes privados nos anos 1990 e 2000. Greenspan rejeitou os apelos feitos para que fossem controlados os empréstimos de hipotecas e a bolha imobiliária nos Estados Unidos, graças à crença de que a economia financeira moderna poderia dar conta de quaisquer eventos nos mercados, sem necessidade de fortalecer a supervisão de agências estatais.

Já em outubro de 2008, como diz Krugman, Greenspan admitiu seu choque com a crise, que representaria o “colapso de seu edifício intelectual”. Greenspan e Bernanke haviam repudiado os alertas dos poucos economistas, como Robert Shiller, da Universidade de Yale, que advertiram já em 2004 sobre o crescimento especulativo dos preços de imóveis, numa bolha que causaria problemas se e quando estourasse. Alan Greenspan recusava-se a aceitar a hipótese de que uma bolha estivesse se formando em âmbito nacional, ao passo que Bernanke acreditava que o crescimento dos preços de imóveis devia-se ao forte desempenho dos fundamentos econômicos dos Estados Unidos.

Havia uma crença fundamental por trás dessas declarações e posições teóricas: a de que a formação de bolhas é algo verdadeiramente impossível. Trata-se de uma afirmação *a priori* de que esses acontecimentos simplesmente não são possíveis, porque os próprios mercados, sem regulação, a formação de preços automaticamente se ajustaria às percepções dos agentes. Não lhes era dado crer que os agentes econômicos passassem por um movimento geral de ilusão, de uma apreensão errônea da realidade. No entanto, foi o que se viu nos mercados imobiliários nos Estados Unidos e em outras partes do mundo.

Na verdade, diz Krugman, a própria teoria dos mercados eficientes, de Eugene Fama, e seus adeptos, que duvidavam da existência de bolhas, contribuiu para que o mercado atravessasse um momento de inflação de preços injustificada, por motivar a reiteração dos processos que levaram a essa inflação de preços, como a liberalização dos mercados de crédito e finanças, a manutenção de taxas de juros baixas, a securitização de ativos como hipotecas e a extensão indiscriminada do crédito aos consumidores.

De qualquer maneira, o efeito mais importante da crise na Teoria Econômica será o fato de que os economistas aprenderão a conviver com problemas. Independentemente das posições assumidas, é inútil presumir que as “causas perturbadoras” de Mill são desprezíveis, em todas as ocasiões. Eventos fora da tendência esperada podem e de fato conseguem causar danos sensíveis às economias e às pessoas. O reconhecimento das imperfeições do mercado, do comportamento errático e muitas vezes irracional dos agentes, explica Krugman, tenderão a fragilizar a fé nos mercados e a distanciar a ciência de uma “teoria de tudo”.

O novo cenário de crise financeira foi também um de desalento nos departamentos de Economia e no meio político. O clima de harmonia entre os economistas de “água doce” e os de “água salgada” acabou levando à estagnação teórica (KRUGMAN, *ibid.*). Segundo Krugman, esse desalento é explicável pelo clima “panglossiano” com que eram tratadas as finanças no estudo econômico *mainstream*. Ele acusa a “teoria dos mercados eficientes”, de Eugene Fama, segundo a qual os preços de ativos nos mercados financeiros refletem precisamente a realidade conhecida acerca desses ativos, de ter levado à crença de que se vivia no melhor dos mundos possíveis. Isso teria o condão de eliminar da “moda” quaisquer discussões sobre bolhas especulativas, irracionalidade no ato do investimento ou dos danos possíveis da especulação. Krugman descreve como economistas financeiros argumentavam, nos anos 1980, que o melhor que os administradores de empresas tinham a fazer é promover a alta incessante de suas ações, já que os mercados são eficientes.

Com a crise, os estudiosos saíram à procura de alternativas antes ignoradas; o movimento mais importante foi um forte re-erguimento do Keynesianismo. A produção de obras acadêmicas e comerciais dedicadas ao tema não foi tão surpreendente como o retorno da própria “Teoria Geral” de Keynes às listas de livros mais vendidos. Por exemplo, num dos livros recentes a tratar do ressurgimento keynesiano, “The Return of Keynes”, os autores explicam, na introdução, o motivo de sua iniciativa com as seguintes palavras:

“[A] *strong counter-revolution against Keynesian ideas of stabilizing the economy that had taken place during the last three decades of the twentieth century had itself been overturned. We intended to show that politicians and policy-makers had found their way back to the idea that monetary and fiscal policy had a role to play in stabilizing the economy*” (BATEMAN et al., 2010:1).

Observando a descrição de Bateman e colegas de como o Keynesianismo perdeu força nos anos 1970 para voltar à voga na atualidade, pode-se inferir a presença cíclica da confiança em políticas monetária e fiscal ativas nas economias nacionais. Como lembram os autores, já o colapso da “empresas ponto com” (empresas de informática nos Estados Unidos), na bolsa de valores NASDAQ, em meados dos anos 2000, havia gerado desconfiança sobre os defensores da existência de mercados absolutamente livres. Recomeçou aí o uso ativo de instrumentos de política nas economias avançadas, com a queda da taxa de juros em resposta à menor atividade econômica nos EUA, e a partir desse momento o mercado de imóveis começou a crescer em alternativa ao investimento em bolsas de valores – note-se que tanto a crise dos anos 2000 como a de 2008 parecem sublinhar os perigos de uma baixa taxa de poupança privada: nos dois casos, enquanto as posições em ações e imóveis, respectivamente, se valorizavam, reduziu-se o incentivo para poupar; os dois casos também desautorizam a teoria das expectativas racionais (BATEMAN et al.:24).

O próprio fato de que os governos estiveram imediatamente prontos a agir, usando instituições como Bancos Centrais e Tesouros Nacionais, perante a crise financeira de 2008, já é uma vitória da economia keynesiana (BATEMAN et al.:5). O presidente do Fed, Ben Bernanke, além de ser um economista de orientação mais pró-intervencionista, foi um analista, na universidade de Princeton, da Grande Depressão de 1929, tendo lá lecionado nessa área. Bernanke sempre lembrou, em pronunciamentos ao povo americano nos momentos de crise de 2008, que seu conhecimento do passado o tornara um defensor convicto da necessidade de ação governamental. Em discurso de 2002, Bernanke, então um dos presidentes regionais do Federal Reserve System, afirmou a Milton Friedman, que era um crítico do papel do Fed na Grande Depressão, que, ela havia sido verdadeiramente resultado da inação do Banco Central dos Estados Unidos (BERNANKE: 2002). Havia a certeza que, sob o comando de Bernanke, o Fed não repetiria a atuação omissa que teve no governo Herbert Hoover.

Ressalte-se que a influência da economia intervencionista de inspiração keynesiana é abraçada como um meio de escape de uma crise financeira global, não necessariamente como *modus operandi* da atividade regular dos governos e Bancos Centrais. Keynes, que era um admirador dos “*animal spirits*” dos empreendedores e conhecia bem a importância do investimento privado, talvez concordasse com isso, como lembra Bateman. Com o retorno dos “*animal spirits*” e o fim da situação

extraordinariamente deprimida, não há evidência de que Keynes aprovaria uma forte intervenção governamental por um período de tempo indefinido (BATEMAN:8).

Keynes não achava tampouco que o capitalismo era sempre instável, mas sim que a fé no funcionamento perfeito dos mercados e sempre corrigia seus excessos ou insuficiências não tem base. Essa mesma fé foi a que exibiu Ben Bernanke em 2004, quando escreveu que havia uma nova era na economia, que chamou de “Grande Moderação”, na qual a volatilidade econômica havia sido definitivamente superada, em termos de produção e inflacionários, graças a mudanças estruturais recentes na economias industrializadas, a melhores políticas macroeconômicas desde 1984, e à sorte (BERNANKE: 2004).

A crise financeira, que se tornou também uma crise teórica, como admitiu Alan Greenspan, propiciou uma reavaliação de conceitos antes inquestionáveis, como a desregulamentação dos mercados financeiros. Um dos problemas da desregulamentação na era do “Grande Consenso” foi o conflito de interesses dos Bancos Centrais, cujas decisões são frequentemente influenciadas pelos organismos financeiros, que são por elas diretamente afetados. A respeito da crise da dívida dos países em desenvolvimento de 1982, escreve Greider:

“The Federal Reserve, for all its legendary power, behaved in this crucial matter much like other regulatory agencies of the federal government. It yielded to the ambitions of the industry it was supposed to regulate, instead of enforcing the larger public interest. Federal Reserve officials might worry that the largest commercial banks, the Fed’s primary constituency, are pursuing a dangerous course, but the Fed lacked the will to discipline them” (GREIDER, 1987:438).

Além do retorno do keynesianismo, o ressurgimento do debate trouxe à tona também alternativas como a economia comportamentalista (ou “behaviorista”), destacada por Krugman, e que estuda os fenômenos econômicos com enfoque na conduta humana e em suas causas. Muitas recomendações comportamentalistas vêm da psicologia, e enfatizam o comportamento humano diante de aglomerações como os mercados, em lugar do escopo tradicional dos economistas, acerca de estruturas agregadas (LAWSON, 2009).

O compêndio de instrumentos de estudo comportamentalistas fortalece, complementando-a, a Teoria Econômica. O ponto de partida é o do lado irracional do ser humano, que não é bem capturado pela teoria econômica tradicional. Esse lado

irracional é um campo em que a Psicologia, principal fonte de conhecimento do comportamentalismo, está acostumada a encontrar regularidades e respostas a questionamentos. Como estão especialmente interessados no comportamento humano individual e, especificamente, na correção de comportamentos disfuncionais – daí surge uma das limitações da economia comportamentalista, pois os economistas necessitam de modelos amplos e simples – o comportamentalismo oferece mais material para o economista no estudo de eventos-limite, como pânico e crises (LEVINE, 2009).

Nassim Taleb, um financista com formação em Estatística, falava, antes da crise, em seu livro “The Black Swan”, do “barril de pólvora” sobre o qual estava sentada a instituição financeira garantidora de hipotecas Fannie Mae, “vulnerável ao mais leve soluço” (TALEB, 2007). Taleb é um crítico, em termos fortes, do uso de modelos estatísticos no sistema financeiro sem a prevenção adequada de eventos-limite, e da presença de diferentes tipos de recompensa para os que previnem e os que tratam de crises.

Nassim Taleb é, segundo o jornalista David Brooks, um membro do grupo de comportamentalistas e outros estudiosos que trazem análises psicológicas sofisticadas para a formação de políticas públicas. Esse tipo de análise leva em conta as limitações do ser humano em geral e do procedimento racional dos indivíduos em particular, da minimização indevida, pelos atores econômicos, de eventos raros de consequências potencialmente destrutivas, e do potencial de reforço das tendências negativas de uma crise no mundo contemporâneo, interconectado e dependente de confiança mútua. Essa visão é a de que não se podem presumir os mercados como meios perfeitamente eficientes de negócios, de que as pessoas nem sempre resguardam adequadamente seus interesses e de o governo tem um papel importante a cumprir de proteção do ambiente social. Uma lembrança importante de Brooks é a de que, nesse ambiente, os governos também estão sujeitos a falhas de percepção, possivelmente piores que as que sujeitam os agentes privados; os agentes governamentais têm uma maior distância da realidade observável e possuem viés político, a depender de cada grupo no poder (BROOKS, 2008).

Outros expoentes do comportamentalismo, como Robert Shiller e Daniel Kahneman, rejeitam a teoria dos mercados eficientes, alertando que muito das decisões dos agentes econômicos escapa aos modelos neoclássicos. Kahneman e seu colega

Amos Tversky desenvolveram trabalhos importantes, pelos quais receberam o Prêmio Nobel de Economia em 2002, no campo da tomada de decisões frente ao risco, que tem importante aplicação no campo de finanças. A contribuição do comportamentalismo permitirá um melhor entendimento, por parte dos economistas, do comportamento humano, e das decisões relevantes para a Economia em particular. Ela traz o estudo das dinâmicas fora de equilíbrios e de ajustes adaptativos, permitindo também uma metodologia estatística, baseada em informações adquiridas empiricamente (LAWSON, *ibid.*).

II.2 – O FIM DA UNIFORMIZAÇÃO DO PENSAMENTO ECONÔMICO

Os vinte anos precedentes à crise de 2008 trouxeram um progresso econômico e social sem precedentes. Enquanto centenas de milhões de pessoas deixaram a pobreza, a renda *per capita* dos países desenvolvidos atingiu níveis estratosféricos. Nesse contexto, as recomendações de política pública que se convencionou chamar de neoliberais, expressas pelo Consenso de Washington, eram promovidas por instituições multilaterais como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional. Essa interpretação se firmou como o *mainstream* da Teoria Econômica devido ao sucesso prático, mais fortemente nas economias centrais da América do Norte, Europa Ocidental e Austrália, além de sua robustez teórica. Nas palavras de Krugman: “*It’s hard to believe now, but not long ago economists were congratulating themselves over the success of their field*” (KRUGMAN, *ibid.*).

Economistas influenciados pelo keynesianismo passaram, em grande medida, a subscrever as políticas neoliberais, no movimento chamado “Grande Consenso” (BLANCHARD, 2008). No período iniciado em 1990, até a crise de 2008, o Grande Consenso atingiu seu auge. Isso representou a defesa da não-intervenção nos mercados financeiros, do livre-câmbio e das baixas taxas de juro real.

Esses princípios foram expressos de várias maneiras, no âmbito de políticas nacionais, como a supracitada liberalização pelo governo dos EUA dos mercados imobiliários, nos vinte anos anteriores à crise, e que, no âmbito transnacional, teve a adoção dos Acordos de Basileia-II como um exemplo importante, por promover a autoregumentação, em lugar do uso de câmaras de compensação e requerimentos bilaterais de garantia nas transações financeiras.

Com a crise financeira de 2008, no entanto, e como mostrado acima, houve o aumento de interesse da comunidade acadêmica dos economistas sobre os princípios keynesianos de política econômica, como também sobre ferramentas que pudessem expandir o conhecimento no estudo das Ciências Econômicas, destacando-se aí o comportamentalismo. Nesse meio, impôs-se a necessidade de formulação de políticas para tirar os países, principalmente os desenvolvidos, da crise, cuja divisa foi o esfriamento da atividade e do emprego dos meios de produção, e reverter as expectativas negativas dos agentes econômicos nessas regiões.

Esse foi o pano de fundo para a ebulição das discussões na comunidade acadêmica e entre os formuladores de políticas. Impõe-se o estudo do debate havido entre os economistas, das alternativas adotadas pelos governos e de seus resultados. A análise a seguir concentra-se, como o restante desse estudo, nos Estados Unidos; por ter sido o país no qual nasceu a crise financeira de 2008, maior economia do planeta e principal fonte do crescimento e do volume de inovações transformadoras, além de pátria da maior comunidade de economistas reputados, os Estados Unidos assistiram ao surgimento dos principais debates em torno à crise financeira de 2008.

Um fenômeno notável foi a divisão dos economistas entre os que continuaram a defender os princípios de política com fundamentos microeconômicos, de mercados eficientes e neutralidade da política fiscal na economia real, e, de outro lado, os economistas que advogavam a intervenção governamental ativa para retomar a atividade e criar empregos no curto prazo, mais próximos às ideias keynesianas. Além disso, dentro do próprio campo keynesiano, alguns analistas mais heterodoxos acirraram muito suas críticas, passando a clamar por intervenção direta dos governos na economia, mesmo no controle acionário de empresas privadas estabelecidas no mercado, além de se opor a quaisquer movimentos monetários restritivos. Em suma, quanto menos comprometidos com os princípios dos mercados eficientes e da autorregulação dos mercados, mais decididas foram as críticas e mais drásticas as medidas intervencionistas pedidas.

Entre os representantes do grupo mais heterodoxo, sem dúvida o mais popular foi Paul Krugman. Krugman recomendou um ativismo governamental muito maior que aquele com o qual os americanos se sentem confortáveis; evidenciou, desde muito cedo no decorrer da crise, a divisão na comunidade acadêmica e o mal-estar entre os economistas ortodoxos; e combateu acidamente medidas de política que não resultassem no expansionismo monetário. Um de seus mais frequentes modelos para comparação foi a última crise de tamanho comparável, em 1929.

Mesmo o ativismo governamental comandado pelo presidente dos Estados Unidos, Barack Obama, não foi suficientemente forte para Krugman, que alertou, em sua coluna no jornal "*The New York Times*", quanto ao caráter "muito pequeno e passageiro" do estímulo de Obama, que, num paralelo histórico com a política intervencionista de Franklin D. Roosevelt em 1937, fez um pacote de estímulo que

“aumentou o crescimento enquanto [o pacote] durou, mas reduziu pouco o desemprego, e agora está desaparecendo” (KRUGMAN, 2010) Para Krugman, o estímulo econômico é “desesperadamente necessário”, mas se tornou impopular aos olhos do povo americano em face da fraca geração de empregos decorrente das medidas iniciais.

Joseph Stiglitz foi outro proponente de medidas mais heterodoxas após a crise financeira. Em 2010, ele publicou um livro em que reafirma suas convicções intervencionistas na formulação de uma resposta desejável à crise. Como Krugman, Stiglitz critica os pacotes de estímulos do governo Obama, tidos por ele como insuficientes. Ele também denuncia o tamanho do setor financeiro como uma evidência de incongruências na economia dos Estados Unidos, e critica as “inadequações da globalização” (STIGLITZ, 2010).

Em artigo de 2008, Stiglitz opinou que a crise financeira é o resultado de “um padrão de desonestidade de parte das instituições financeiras e incompetência dos formuladores de políticas”. Sua visão é a de bancos hipócritas, por sempre rejeitarem a intervenção governamental em seus negócios, exceto quando passam por dificuldades, e de políticos incompetentes, que não são merecedores da confiança do público por terem, no passado, demonstrado incúria, como durante a crise econômica na Indonésia, em 1998 (STIGLITZ, 2008).

A equipe econômica de Barack Obama reúne acadêmicos que, embora mais moderados que Krugman e Stiglitz, defendem de fato o ativismo governamental e os pacotes de estímulo governamental e investimentos em infraestrutura. Esses acadêmicos, como Christina Romer, no governo, e Olivier Blanchard, fora dele, aproximaram-se do *mainstream*, sem deixar de propugnar medidas de corte keynesiano.

O economista francês Olivier Blanchard participou da reorientação do FMI, defendendo maior peso nas decisões e no financiamento da instituição para grandes países emergentes, como China e Brasil. Blanchard também liderou a reação do Fundo à crise, ao prover liquidez na forma de linhas de crédito pré-aprovadas para países em desenvolvimento, a fim de evitar que eles passassem por uma completa perda de acesso a moedas de troca internacionais, e também na análise do cenário macroeconômico, defendendo uma forte reação dos governos, na forma de gastos governamentais, para contrarrestar a queda acentuada de consumo e investimento privados. Blanchard defendeu, portanto, uma política fiscal ativa, segundo ele, um elemento necessário

especialmente em nações com pouca margem para implementar incentivos monetários, como foi o caso dos Estados Unidos, que reduziram sua taxa de juros federal a aproximadamente 0% (BLANCHARD, 2008).

Os novos desígnios de Blanchard para o FMI tornaram-se claros com a publicação de uma monografia em 2010, na qual ele diz que os macroeconomistas e formuladores de políticas “não resistiram à tentação” de acreditar que sabiam conduzir a política macroeconômica, após a estabilidade dos anos 1980, e que essa crença deve ser reavaliada em virtude da crise financeira de 2008. Em seu trabalho, Blanchard propõe, entre outras recomendações: metas de inflação mais altas que as praticadas nas economias desenvolvidas, para aumentar a capacidade de manobra da taxa de juros nominal; a supervisão dos preços em mercados específicos, como o da habitação; e a política fiscal ativa, contracíclica, que, segundo ele, tem implicações pouco estudadas (BLANCHARD et al., 2010). O jornalista Bob Davis lembrou o contraste entre as ideias de Blanchard e a antiga prática do FMI, baseada em controle fiscal rígido nas economias em desenvolvimento com vistas a taxas de inflação baixas (DAVIS, 2010).

Para Christina Romer, a primeira presidente do Council of Economic Advisers no governo Obama e mentora da Lei de Recuperação e Reinvestimento de 2009, embora haja limites para a eficiência da política fiscal, ela é indiscutivelmente parte legítima da Teoria Econômica, e deve ser o meio para a resolução de crises como a que ocorreu em 2008.

Seu raciocínio é o seguinte: embora o Fed tenha cumprido seu papel ao estimular a demanda nos meses posteriores à queda do banco Lehman Brothers, a atuação da autoridade monetária é limitada pela própria natureza dos instrumentos. Para Christina, não havia muitas opções de “*quantitative easing*” (“facilitação quantitativa”) além daquelas usadas em 2009, como a redução das taxas de juros, que chegou a seu limite. Segundo ela, apesar dos estímulos monetários, os indicadores macroeconômicos revelavam que não haveria uma retomada da confiança dos investidores privados no curto prazo. A alternativa dada era clara: um pacote de estímulo fiscal (ROMER, 2009).

Assim foi feito, com o “*American Recovery and Reinvestment Act*” (“Lei de Recuperação e Reinvestimento Americana”), que chegou a um estímulo total de US\$ 787 bilhões de dólares. As medidas tomadas foram concatenadas pela equipe de

governo, em comum acordo entre o presidente Barack Obama, os assessores na área econômica e o Fed.

A atuação de Christina Romer foi duramente criticada por economistas ortodoxos, a exemplo de David Henderson e Eugene Fama. Henderson afirma que, em sua pesquisa, Christina e seu marido David Romer obtiveram resultados que se opõem àquilo que Christina Romer fez, na prática, ao assumir o papel de *policy maker*. Em suas pesquisas, o casal teria chegado à conclusão de que uma política fiscal expansionista, com aumento dos impostos e dos gastos públicos, tem efeito contracionista na economia, ao contrário de uma política restritiva. Henderson sustenta também que:

“[David and Christina Romer]’s research actually undercuts the Keynesian approach in a more fundamental way. They find that tax cuts to offset a recession are ineffective, but their reasoning would also apply to government spending increases to offset a recession. In other words, if she believes her own research, Christina Romer should be a strong critic of her new boss’s policies” (HENDERSON, 2009).

Eugene Fama, principal formulador da Teoria dos Mercados Eficientes e crítico de políticas fiscais ativas, não publicou trabalhos tratando especificamente da crise financeira de 2008. No entanto, a relação entre suas ideias – e aquelas defendidas por teóricos da Universidade de Chicago, em geral – e o colapso financeiro nos principais mercados do mundo foi um tópico de discussão vívida. O professor da Universidade de Chicago Ray Ball, por exemplo, argumenta que a crise, ao invés de ser um reflexo da confiança excessiva na teoria de Fama, reflete a falta de respeito à própria teoria na prática dos agentes, que contraíram posições muito arriscadas, extraordinariamente alavancadas, num mercado de capitais competitivo (BALL, 2009).

Similarmente, os economistas Sylvain Leduc e Robert Barro continuam a afirmar que um pacote de estímulo fiscal não é uma solução ótima para uma crise de demanda. Leduc sugere que, numa situação de incerteza, os consumidores poderão reagir a estímulos governamentais por não aumentar seus gastos, reduzindo assim o multiplicador fiscal. Isso deve-se ao impacto negativo de uma política fiscal expansionista sobre as expectativas de consumo das famílias e a taxa de juros, que tenderá a subir nesse cenário, reduzindo o investimento e as exportações líquidas. Ele acredita que o impacto do pacote fiscal de gastos do governo Obama é incerto, com as

dúvidas a respeito do efeito multiplicador e o comportamento das famílias (LEDUC, 2009).

Barro ridicularizou as premissas teóricas do governo Obama, chamando-as de “mágica”; para ele, o governo presume, erroneamente, que um aumento dos gastos públicos seria totalmente suprido por capacidade ociosa, representando um aumento líquido do produto nacional agregado. Ele ataca essa visão, que ignoraria o efeito “crowding out” da expansão governamental. Para Barro, “a crise não invalida tudo o que aprendemos sobre macroeconomia desde 1936”. Barro também chama a fé nos multiplicadores keynesianos maiores que 1.0, no que, segundo ele, acreditam Obama e sua equipe, de “economia de vodu”. Ele diz que o foco deveria ser nos incentivos para que as pessoas invistam, produzam e trabalhem; e no corte de gastos com redução de impostos para o setor produtivo, como o imposto de renda (BARRO, 2009).

II.3 – CONCLUSÃO

O novo quadro teórico da comunidade acadêmica dos economistas, redefinido a partir de 2008, pode ser descrito em três linhas: clássica, keynesiana *mainstream* e keynesiana heterodoxa.

Os clássicos, ou conservadores, como Robert Barro, Sylvain Leduc, Eugene Fama e David Henderson, são os acadêmicos que destacam o papel da teoria ortodoxa na política macroeconômica. Eles tendem a ser críticos da guinada keynesiana empreendida nos Estados Unidos e em outras economias.

Os keynesianos *mainstream*, como David e Christina Romer, Olivier Blanchard e Ben Bernanke, estiveram à frente do ajuste da teoria convencional que lastreou a política econômica em voga após a crise.

Os keynesianos heterodoxos, como Paul Krugman, Joseph Stiglitz, Tony Lawson e Nassim Taleb, propuseram o repensar de todo o sistema teórico a guiar a ação dos governos, defendendo um afastamento da ortodoxia e o aproveitamento de novas linhas teóricas, como o comportamentalismo.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As repercussões de um evento de crise financeira vão além da face mais visível: a adversidade sobre os indivíduos e instituições que dependem em algum grau dos vínculos afetados. A crise financeira de 2008 foi também uma crise de confiança, de descrédito e de reavaliação dos conceitos caros a muitos estudiosos. Quanto a isso, pode-se afirmar que a comunidade acadêmica soube identificar o desafio interposto e responder com novas propostas e visões alternativas, engajando-se num campo analítico renovado para lidar com a nova realidade.

A primeira confirmação é a de que o período de “Grande Moderação”, com pouca volatilidade na produção e manutenção do valor da moeda fiduciária, pode ter durado bem menos do que se esperava, mesmo entre aqueles identificados com a heterodoxia econômica. A moderação foi substituída por agitação e incerteza, tanto nos mercados quanto nas comunidades acadêmicas e fóruns de discussão. Menos mau, para quem confia em quebras de paradigma, já que a paz certamente não induz reorientações marcantes.

Outra ideia é o possível fim da dominação tão absoluta da ortodoxia econômica, do pensamento que remonta ao final do século XVIII, com a revolução marginalista. Depois do seu declínio, com o período de “*stagflation*”, nos anos 70 do século XX, e as políticas monetaristas de Paul Volcker no Fed, ressuscita o keynesianismo no limiar da segunda década do século XXI, em satisfação aos anseios dos “economistas de água salgada” nos Estados Unidos e seus simpatizantes ao redor do mundo.

O fim da uniformização seria também o início da aproximação a outras formas de estudo, da valorização da interdisciplinaridade. O comportamentalismo, ligado à Psicologia, e conhecido dos economistas há mais tempo, é a linha de maior destaque nesse âmbito. O aproveitamento de novas formas de estudo das interações econômicas enriquece a sua compreensão; no caso do comportamentalismo, mais enfaticamente em situações-limite, como a de uma crise.

A incapacidade das medidas adotadas pelo governo Obama em relação à geração de empregos, que destoa muito do modelo esperado pela equipe de governo, é um estímulo para os ortodoxos, e uma incógnita para alguns keynesianos. Mais que isso, trata-se de um lembrete para todos os economistas: o de que não se pode prescindir das

conquistas da ortodoxia e dos modelos de expectativas racionais na condução da política macroeconômica.

O ambiente de conflito teórico e embates vigorosos é o que propõe mais profundamente a busca da verdade e o refinamento dos modelos e instrumentos com que se pode contar para dissecar a realidade. Por essa razão, existem motivos para ponderações, mas também para celebrações, na conjuntura em que se encontra a comunidade de economistas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AÏT-SAHALIA, Y., ANDRITZKY, J., JOBST, A., NOWAK, S., TAMIRISA, N. **Market Response to Policy Initiatives during the Global Financial Crisis**. NBER Working Paper, n. 15809, 2010.

BALL, R. The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned? **Journal of Applied Corporate Finance**, n. 21, pp. 8–16, 2009.

BARRO, R. J. Government Spending Is No Free Lunch. **The Wall Street Journal**, 22 jan. 2009.

BATEMAN, B. W., HIRAI, T., MARCUZZO, M. C. (editores), **The Return to Keynes**. Harvard University Press, 2010.

BERNANKE, B. S. Discurso à Conferência de Honra de Milton Friedman. Chicago: 8 nov. 2002.

_____ Discurso à Eastern Economic Association. Washington: 20 fev. 2004.

BLANCHARD, O. J. How to Emerge from the Crisis in 2009. **Project Syndicate**, 21 dez. 2008.

BLANCHARD, O. J., DELL'ARICCIA, G., MAURO, P. **Rethinking Macroeconomic Policy**. IMF Staff Position Note, jan. 2010.

BORDO, M. D. **An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008**. Universidade Rutgers e NBER, 2008.

BROOKS, D. The Behavioral Revolution. **The New York Times**, 27 out. 2008.

DAVIS, B. IMF Tells Bankers to Rethink Inflation. **The Wall Street Journal**, 12 fev. 2010.

EICHENGREEN, B. The Dollar Dilemma. **Foreign Affairs**, set. 2009.

FERGUSON, N. **The Ascent of Money: The Financial History of the World**. Nova Iorque: Penguin Press, 2008.

GREIDER, W. **Secrets of the Temple — How the Federal Reserve Runs the Country**. Nova Iorque: Simon and Schuster, 1987.

HENDERSON, D. R. Will the Real Christina Romer Please Stand Up? **Forbes Magazine**, 7 jul. 2009.

HULL, J. C. **The Credit Crunch of 2007: What Went Wrong? Why? What Lessons Can Be Learned?** Universidade de Toronto, 2009.

HULL, J., WHITE, A. **The Risk of Tranches Created from Residential Mortgages**. Universidade de Toronto, 2010.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Londres: Macmillan, 1936.

KRUGMAN, P. R. **The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008**. W. W. Norton, 2008.

_____ How Did Economists Get It So Wrong? **The New York Times Magazine**, 2 set. 2009.

_____ 1938 in 2010. **The New York Times**. 5 set. 2010.

LAWSON, T. The current economic crisis: its nature and the course of academic economics. **Cambridge Journal of Economics**, n. 33 (4), pp. 759-777, 2009.

LEDUC, S. (coord.) **Fighting Downturns with Fiscal Policy**. San Francisco: FRBSF Research Economic Letter, n. 20, 2009.

LEVINE, D. K. **Is Behavioral Economics Doomed?** Universidade de Washington em Saint Louis. 8 jun. 2009.

MIAN, A. R., SUFI, A. **The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis**. Chicago: Universidade de Chicago, 12 dez. 2008.

MILL, J. S. **Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy**. Londres: John W. Parker, 1844.

MISES, L. V. **Human Action — A Treatise on Economics**. New Haven: Yale University Press, 1949.

RAJAN, R. G. **Has Financial Development Made the World Riskier?** NBER Working Paper, n. 11.728, set. 2005.

ROMER, C. **So, Is It Working? An Assessment of the American Recovery and Reinvestment Act at the Five-Month Mark**. Washington: The Economic Club of Washington D.C., 6 ago. 2009.

SCHUMPETER, J. A. **Capitalism, Socialism and Democracy**. Nova Iorque: Harper and Brothers, 1950.

STIGLITZ, J. E. The Fruit of Hypocrisy. **The Guardian**, 16 set. 2008.

_____ **Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy**. W. W. Norton, 2010.

STRAUSS-KAHN, D. Discurso inaugural no evento “2009 Annual Meetings of the Boards of Governors of the World Bank Group and the International Monetary Fund”. Istambul: 6 out. 2009.

TALEB, N. N. **The Black Swan**. Random House, 2007.