



UFRJ

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**NOVAS ABORDAGENS PARA POLÍTICA MONETÁRIA PÓS-CRISE 2008-9:
AS CONFERÊNCIAS NO FMI**

GUSTAVO TAXA PONTES

DRE: 113067606

Orientador: Prof. Dr. Antonio Luis Licha

AGOSTO 2017

**NOVAS ABORDAGENS PARA POLÍTICA MONETÁRIA PÓS-CRISE 2008:
AS CONFERÊNCIAS NO FMI**

GUSTAVO TAXA PONTES
DRE: 113067606
e-mail: gustavotaxa92@gmail.com

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Economia.

Professor Orientador: Prof. Dr. Antonio Luis Licha

AGOSTO 2017

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ
INSTITUTO DE ECONOMIA
GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Título do Trabalho: Novas abordagens para política monetária pós-crise 2008-9: as conferências no FMI.

Elaborado por GUSTAVO TAXA PONTES

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Economia.

Comissão Examinadora:

Antonio Luis Licha

Francisco Eduardo Pires de Souza

André Modenesi

AGOSTO 2017

MOTIVAÇÃO

A decisão de escrever o presente trabalho, a respeito de novas tendências para a política monetária, surge a partir da demanda por um estudo que atrelasse o conhecimento acadêmico adquirido em teoria econômica – especificamente na área da política monetária - com o necessário aprimoramento de técnicas capazes de auxiliar a atividade de pesquisa em “valoração” de ativos financeiros (*valuation*), que me foi exigida durante o estágio profissional realizado na área financeira de *equity research*.

Em síntese, a motivação é o interesse pelo estudo da política monetária e a sua aplicabilidade no mercado financeiro em prol de uma melhor compreensão a respeito da dualidade existente entre estes campos do conhecimento e que, a meu ver, é pouco explorado na estrutura curricular dos cursos de ciências econômicas em geral.

RESUMO

O objetivo do presente trabalho é esclarecer e comparar as políticas monetárias dos Estados Unidos no período anterior à crise de 2008-9 e as propostas para condução de uma política monetária subsequente. Com o intuito de averiguar tal comparação, busca-se analisar as discussões feitas nas três conferências do Fundo Monetário Internacional, que sucederam a citada crise financeira econômica global, ocorridas nos anos de 2011, 2013 e 2015. O que se percebe é que, dado as modificações decorrentes do dinamismo do sistema financeiro moderno, faz-se necessário pensar em uma nova política monetária que se adéqua a nova realidade econômica. Os pensamentos expostos nas conferências evidenciam uma evolução do pensamento, sob a perspectiva de política monetária, e, sendo assim, a preocupação do presente estudo, sem a pretensão de esgotar o debate do assunto, é a de abordar as diferentes linhas de pensamentos surgidas a partir da crise financeira de 2008, especialmente na conferência de 2015.

ABSTRACT

The objective of this paper is to clarify and compare the monetary policies of the United States in the period prior to the crisis of 2008-9 and the proposals for conducting a subsequent monetary policy. In order to investigate such a comparison, the aim is to analyze the discussions held at the three International Monetary Fund conferences, which followed the aforementioned global economic financial crisis, which occurred in the years 2011, 2013 and 2015. The changes resulting from the dynamism of the modern financial system became necessary to think of a new monetary policy that fits the new economic reality. The cogitation presented at the conferences show an evolution of thought from the perspective of monetary policy and the concern of the present study, without the pretension of exhausting the debate, is to address the different lines of thought arising from the financial crisis of 2008, especially at the 2015 conference.

SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

ABS	Asset-Backed Securitie
CDOs	Collateralized Sebt Obligation
FOMC	Federal Open Market Committee
OBSV	Off-Balance Sheet Vehicles
SIV	Structured Investment Vehicle
UE	União Européia
V-Lab	Volatility Laboratory
NYU	New York University

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	6
CÁPITULO I - ASPECTOS TEÓRICOS FUNDAMENTAIS	9
I.1 - O Regime de Metas Inflacionárias	9
I.2 - Funções do Banco Central	11
I.3 - O <i>Modus Operandi</i> da Política Monetária e a Formação da Taxa de Juros	12
I.4 - Estagnação Secular e o fenômeno das taxas de juros negativas	16
I.5 - Derivativos financeiros	19
CAPÍTULO II - OS BANCOS CENTRAIS ANTES DA CRISE DE 2008.....	23
II.1 - Análise estrutural do o sistema financeiro norte-americano	23
II.2 - Breve História da Política Monetária Americana	25
II.3 - O surgimento do Novo Consenso Macroeconômico	26
II.3.1 - Era Greenspan.....	28
II.3.2 - Princípios do Novo Consenso	28
II.4 - O <i>Boom</i> dos Imóveis nos Estados Unidos da América	29
CÁPITULO III - DEBATES DAS CONFEREÊNCIAS DO FMI (APÓS A CRISE DE 2008-9).....	35
III.1 - Conferência do FMI “Repensando a Política Macroeconômica”, 2011	35
III.2 - Conferência do FMI “ Repensando a Política Macroeconômica II ”, 2013	37
III.3 - Conferência do FMI “ Repensando a Política Macroeconômica II ”, 2015	40
CONCLUSÃO.....	48
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	49

INTRODUÇÃO

O objetivo do presente trabalho de conclusão de curso é compreender o modo como a crise financeira e econômica global de 2008 a 2009, com suas amargas consequências, segue forçando os pesquisadores e os formuladores de política econômica a repensarem conceitos há muito consagrados pelos economistas *mainstream*.

O intuito deste estudo é fazer uma resenha do debate sobre as práticas e as pretensões da política monetária pós-crise, com destaque para as conferências promovidas pelo Fundo Monetário Internacional nos anos de 2011, 2013 e 2015, de maneira a formar um juízo sobre as tendências futuras da teoria da política monetária.

Um mundo novo, complexo e desafiador emergem diante desse novo quadro macroeconômico internacional ainda em formação. Posicionamentos antes consensuais têm sido agora contestados; antigas suposições são postas em dúvida e novas abordagens ainda têm de resistir ao teste do tempo. Por estas razões, os atuais estrategistas econômicos se veem obrigados a improvisar, e os pesquisadores, a revisarem as teorias básicas neste novo cenário.

Desta forma, a hipótese central do trabalho é abordar a profundidade da crise financeira do final da década passada, evidenciando consequências que se estendem até a atualidade e que podem colocar em xeque a teoria e as práticas da política monetária. As sucessivas reflexões que vem sendo feitas no FMI a este respeito são sintomáticas da perplexidade e do “estado da arte” em matéria de política monetária.

O processo de revisão da teoria monetária deverá incorporar um amplo leque de questionamentos, entre eles: os bancos centrais deveriam explicitar suas metas, isto é, deveriam atuar mais sobre regime de regras ao invés de agir de maneira discricionária? Os bancos centrais deveriam privilegiar a estabilidade financeira? Como os bancos centrais deveriam lidar com o *limit zero lower bound*? Para quem os bancos centrais deveriam prover liquidez?

O objetivo específico é analisar os princípios gerais que podem ser usados para guiar a política macroeconômica no futuro, em vez de sugerir medidas específicas para serem tomadas hoje. Para tanto, faz-se necessário auxiliar o leitor a respeito das tradicionais abordagens de política monetária, efetuar contextualização e “desmistificar” o funcionamento do sistema financeiro norte-americano, com intuito de preparar o terreno para o debate em questão.

Portanto, o estudo está dividido em três capítulos, a seguir delineados, que compõem a estrutura básica do sumário.

O primeiro capítulo busca oferecer uma didática – e não exaustiva – recapitulação de conceitos econômicos básicos (ou mesmo ensinar, aos “marinheiros de primeira viagem”) a fim de dar base à discussão que se desenvolverá ao longo do presente trabalho, qual seja o debate sobre as novas abordagens para a política monetária.

Anteriormente à crise, as políticas macroeconômicas eram assumidas como perfeitas. O recente colapso financeiro, mesmo hoje em 2017, ainda é assunto polêmico e controverso entre os principais estudiosos em finanças e ciências econômicas. Não há veredicto comum quanto ao tema. Para muitos economistas heterodoxos, as bases teóricas da economia tradicional não têm conseguido diagnosticar com precisão quais fatores foram determinantes para a ocorrência do *crash*; e, muito menos, são capazes de apresentar soluções satisfatórias para os atuais problemas econômicos.

Dito isto, o segundo capítulo apresentará, de forma sucinta, o contexto macroeconômico geral, anterior à crise, e enfatizará os principais aspectos da economia norte-americana. Assim, o intuito será relacionar de que forma os maiores bancos centrais – destacando-se o *Federal Reserve* – atuaram ao longo do período que antecedeu o colapso financeiro global em 2008-9.

Em vista da quebra do *Lehman Brothers*, episódio fortemente associado à crise da zona do euro, que obrigou o mundo a repensar o papel e a importância das políticas econômicas, sobretudo, na esfera monetária e fiscal. Alguns economistas argumentam que grande parte deste fenômeno recessivo responde a situações que vêm sendo arrastadas por décadas, cujo fracasso está muito além da crise ou da falência do *Lehman Brothers*.

Não à toa, inúmeras conferências, seminários e debates nas universidades e instituições nacionais e multilaterais tem se dedicado ao tema desde 2008. Em particular, uma série de três conferências realizadas no âmbito do FMI, sob a liderança do economista chefe da Instituição, Olivier Blanchard, vem tendo grande repercussão no debate econômico.

Inicialmente, estas questões foram abordadas por escrito em 2010 (Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro) e em 2011 na conferência do FMI. Posteriormente, em 2013 e 2015, também foram realizadas outras duas conferências, todas sob a tutela do FMI. Desse modo, o terceiro capítulo abordará as três conferências.

A primeira conferência, em março de 2011, denominada *Rethinking Macroeconomic Policy I*, traz à tona os primeiros questionamentos e lições extraídas da crise; apontando nove conclusões preliminares segundo Olivier Blanchard, que mais a frente serão tratadas. Ressalta-se que, naquele momento, o cenário evidenciava mais perguntas que respostas, em razão de um mundo novo e desafiador que emergia para a política monetária.

A segunda conferência ocorreu em 2013, sendo intitulada como *Rethinking Macroeconomic Policy II*, e buscou esmiuçar a primeira reunião, de modo atualizar o debate. Neste encontro, o perfil das políticas econômicas continuou indefinido, no entanto, cabe destacar que algumas delas foram testadas e obtiveram-se resultados positivos.

A terceira conferência, já no ano de 2015, é onde começam a aparecer os primeiros contornos para uma nova política monetária em vista do estabelecimento da nova realidade econômica mundial.

Por último, o presente trabalho é finalizado com uma breve conclusão a respeito de todo o debate que se seguiu até aqui, de modo a esboçar algumas de minhas concepções particulares a respeito da problemática da política monetária.

CÁPITULO I - ASPECTOS TEÓRICOS FUNDAMENTAIS

I.1 - O Regime de Metas Inflacionárias

Os países adeptos ao regime de metas de inflação desenvolveram um marco institucional, objetivando transparecer às decisões de política monetária, a partir da criação de modelos macroeconômicos, regras, relatórios, rituais etc. No ano de 2010, quase trinta bancos centrais usaram o regime de metas de inflação em nome da condução de uma política monetária que fosse efetiva e capaz de prover respostas às novas necessidades das economias modernas. Ressalta-se que os dois principais bancos centrais do mundo, o *Federal Reserve* e o Banco Central da Europa, comportaram-se de forma semelhante.

Apoiado na experiência do Banco Central Americano na década de 80 é válido mencionar, ao menos a título de curiosidade, que Canadá e Nova Zelândia foram os primeiros países a importar as práticas de políticas monetárias pautadas em metas para a taxa de inflação no biênio 1990-1. No ano seguinte, em 1992, Reino Unido e Suécia incorporaram tal regime, sobretudo após a crise monetária europeia. Acrescenta-se que alguns países emergentes como Coreia, Tailândia, Filipinas, Chile, Brasil e México também adotaram similar política, ao término do colapso dos regimes de câmbio fixo no fim dos anos 90.¹

Em suma, tem-se que os regimes de metas inflacionárias foram implantados em vários países ao longo das décadas de 1990 e 2000 por influência das ideias provenientes do novo consenso macroeconômico. Essa abordagem de política monetária propõe uma meta de crescimento para algum índice de preços, que é sempre anunciada ao começo de um dado período. A meta é estabelecida pelo governo e deve ser perseguida pelo banco central, cuja política monetária passa a ter um único e simples objetivo: atingir a meta inflacionária estipulada.

Nesse sentido, é importante ressaltar que a consagração do regime de metas vincula-se a duas premissas fundamentais: i) a noção de fracasso do regime de regras de expansão monetária *à la Friedman*; ii) a crença de que a política monetária é inócua para afetar as variáveis reais da economia de forma duradoura.² Com respeito a segunda premissa, é válido o adendo que esta assume a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego que, por sua vez, é determinada por fatores reais e institucionais e, portanto, está longe de sofrer qualquer influência da política econômica. Essa ideia é consistente com os postulados da

¹ LICHA, Antônio Luis. *Teoria da política monetária: uma abordagem em nível intermediário* / Antônio Luis Licha – Rio de Janeiro, RJ : Alta Books, 2015, p. 81-82

² CARVALHO, Fernando J. Cardim. *Economia monetária financeira: teoria e política* / Fernando J. Cardim de Carvalho ... [et al.]. – Rio de Janeiro : Elsevier, 2007 – 6ª reimpressão, p. 139.

escola de pensamento novo-clássico³, de onde a abordagem do regime de metas de inflação originalmente deriva.

Além disso, o regime de metas de inflação reconhece explicitamente que o objetivo primário da política monetária é a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável. Contudo, em versões mais flexíveis do regime de metas, o objetivo de estabilidade de preços pode também ser acompanhado com o de manter a estabilidade do produto corrente em níveis próximos da taxa potencial de crescimento, desde que a condição de estabilidade de preços não seja violada.

Dito isto, é preciso que os bancos centrais, visando atingir tal objetivo, anunciem publicamente uma meta numérica a ser perseguida, seja este um ponto ou uma banda, além de um horizonte temporal para a meta inflacionária ser alcançada. Nesse sistema, a taxa de juros de curto prazo atua como o principal instrumento de política monetária, devendo ser calibrada de modo que a inflação convirja para a meta estabelecida. Em geral, o ajustamento da taxa de juros é descrito por regras tipo Taylor.

Nessa abordagem, a política fiscal deve estar subordinada à política monetária a fim de evitar potenciais constrangimentos de natureza fiscal, proporcionando assim, uma condução ótima de política monetária. Isso se justifica com base no fato de que déficits fiscais poderiam conduzir a uma situação de descontrole na emissão monetária e que, por sua vez, levaria ao recrudescimento da inflação, tanto por meio de mecanismo de transmissão diretos como por intermédio de expectativas de inflação ascendentes.

Os defensores do regime de metas de inflação alegam que tal estrutura de política monetária permite em geral uma melhora no canal de comunicação entre os *policy-makers* e os mercados, além do fato de que a simplicidade e a transparência do regime de metas possibilitam ao público compreender mais facilmente a intenção e os efeitos de política monetária, reduzindo assim a incerteza quanto ao comportamento futuro da inflação. Adiciona-se ainda como argumento de defesa, a prestação de contas ao público, a disciplina econômica e a existência de algum grau de flexibilidade à política monetária que a abordagem do regime de metas inflacionárias pode proporcionar.

Em outras palavras, certa discricionariedade poderia ser aceita, desde que tal flexibilidade não sacrifique a “confiança” dos agentes econômicos na autoridade monetária.

³ O pensamento novo-clássico compartilha de muitas das premissas oriundas da escola monetarista, diferenciando-se basicamente por assumir a hipótese de agentes maximizadores, que não constroem suas expectativas unicamente olhando para acontecimentos passados (*backward-looking*), mas também com base em um olhar para os eventos futuro (*forward-looking*). Além disso, rejeita as ideias *friedmanianas* de regras de expansão monetária. Seu principal expoente é Robert Lucas.

Desse modo, o regime de metas de inflação poderia não ser uma “regra política” rígida, mas uma estrutura para a política monetária em que uma “discricionariedade limitada” poderia ser exercida.

A chamada credibilidade dos bancos centrais é fundamental para a condução de uma política monetária capaz de evitar problemas relacionados à inconsistência temporal (busca por resultados imediatos e temporários em termos de nível de produto em detrimento de perdas duradouras).

Posteriormente, e para fins didáticos, explicar-se-á os mecanismos operacionais básicos da condução de política monetária dos bancos centrais. No entanto, antes de adentrar a este ponto, é útil expor algumas funções clássicas do Banco Central.

I.2 - Funções do Banco Central

Algumas das funções típicas dos bancos centrais consistem em: ser o emissor de papel-moeda e controlador da liquidez da economia, o depositário de reservas internacionais, o regulador do sistema financeiro e o banqueiro dos bancos. No que confere a cada uma delas, é importante destacar que, em síntese:

- i) Os bancos centrais são detentores do monopólio da emissão de papel-moeda e de cunhagem de moedas metálicas em um determinado território nacional. Fato que os permitem controlar a quantidade de moeda em circulação e, até mesmo, os concede a capacidade de inibir o poder de criação de moeda dos bancos comerciais;
- ii) À medida que os agentes econômicos possuem compromissos a saldar no exterior, torna-se um compromisso por parte dos bancos centrais serem os grandes detentores de reservas internacionais do país para evitar que eventuais quadros de escassez de divisas sejam capazes promover significativas alterações na taxa de câmbio e que, no limite, impõem a decretação de moratória (suspensão temporária de pagamentos externos);
- iii) O papel de regulador do sistema financeiro e monetário os obriga a supervisionar o ambiente de negócios bancários de modo a proteger os depósitos de clientes e, assim, garantir a solvência dos bancos;
- iv) A função de banqueiro dos bancos os tornam responsáveis pela a realização de transporte de cédulas e moeda metálicas; a manutenção parcial das reservas de outros bancos; a compensação de cheques e, principalmente, o papel de prestador de

última instância com o objetivo de zelar pela saúde do sistema financeiro e impedir a ocorrência de crises sistêmicas.

I.3 - O *Modus Operandi* da Política Monetária e a Formação da Taxa de Juros

Uma vez explicitado os aspectos fundamentais relativos ao regime de metas inflação e as funções principais de um Banco Central, é útil, em prol da melhor compreensão a respeito do *modus operandi* da política monetária, efetuar uma divisão analítica básica e conceitual entre: os objetivos, as metas e os instrumentos visando dar clareza ao modo de funcionamento desta política. Nesse sentido, é preciso destacar, que tanto os objetivos finais como as escolhas de variáveis operacionais estão, em termos gerais, influenciadas pelo velho debate entre monetaristas e keynesianos.

Primeiramente, a definição de objetivos gerais (e finais) retoma às antigas discussões entre consagradas escolas de pensamento econômico, a exemplo: existe realmente um *trade-off* manipulável entre inflação e desemprego, tal como propõem os keynesianos? Ou ainda, é válida a hipótese da taxa natural, tal como querem os monetaristas e novos-clássicos? Qual o grau de veracidade dessas premissas?

A aceitação ou rejeição dessas hipóteses tem consequências diretas para a condução da política monetária, pois, em última instância, traduz-se em dizer se esta tem (ou não) a capacidade de afetar permanentemente as variáveis reais da economia. Em outras palavras, o que está em jogo é saber o que a política monetária é capaz de fazer e, portanto, se esta deve ser conduzida de forma discricionária ou com base em uma regra.

Até antes da crise, o estatuto de vários bancos centrais (sendo a Reserva Federal potencialmente uma exceção à regra) estabelecia que o objetivo principal (senão o único) é almejar a estabilidade de preços. Na prática, entretanto, nem sempre é o que acontece, visto que em muitas situações o que prevalece é o pragmatismo político.

Na realidade, os bancos centrais acabam por perseguir inúmeros objetivos para muito além da mera estabilidade de preços, dentre os quais podemos citar: o alto nível de emprego, a obtenção de maiores taxas de crescimento, a menor volatilidade cambial (em face às interações entre juros e câmbio), a prevenção de falências bancárias (considerando o seu papel de fiscalizador e prestador de última instância) e a preservação da confiança de investidores externos.

Certo mesmo é que a atuação da política monetária demanda certo lapso temporal, até que finalmente, seus primeiros efeitos se tornem evidentes. É aqui que habita a segunda parte

dessa divisão analítica proposta: em função desse fato, os bancos centrais estabelecem metas intermediárias que atuam como sinais de trânsito (indicadores) servindo para informar se a política está ou não a caminho de surtir resultado. Duas, geralmente, são as metas intermediárias: i) os agregados monetários e ii) a taxa de juros de longo prazo.

A ideia central por trás do seu uso está no fato de que, à medida que impactam diretamente no consumo ou indiretamente no custo e na disponibilidade de crédito, as autoridades monetárias alcançam os objetivos finais de política macroeconômica, visto que estes não podem ser afetados de maneira direta pela política monetária. Contudo, por de trás do estabelecimento das metas intermediárias, há ainda que se explicitar um conceito antecessor: as variáveis operacionais.

Destarte, as metas operacionais, por sua vez, são aquelas variáveis que (na prática) são resultados diretos (os frutos) da operacionalização de uma ferramenta qualquer de política monetária, em que, um Banco Central, via operações *open-market*, pode atuar fixando preços (ou melhor, taxa de juros) com o mercado determinando a quantidade de reservas (de moeda); ou, inversamente, controlando o volume de reservas bancárias e, assim sendo, o mercado é quem passará a determinar a taxa de juros.

De qualquer forma, dois são os tipos de metas operacionais: i) a determinação da taxa básica de juros de curto prazo (como por exemplo: a taxa *overnight*); ou ii) o controle das reservas bancárias agregadas. Nesse ponto, o mais importante é ter a noção de que alterações nas variáveis operacionais, a partir da utilização de um instrumento, impactam as metas intermediárias, uma vez que na passagem das metas operacionais (reservas) rumo às intermediárias (agregados monetários) opera o multiplicador monetário. Além disso, é igualmente relevante pontuar que um banco central não é capaz de, simultaneamente, controlar a taxa básica e a quantidade de reservas bancárias (dilema).

No tocante ao primeiro tipo de meta operacional citado, um adendo conceitual deve ser transmitido, sendo este indispensável ao entendimento do objeto central do estudo: a noção de que a formação da taxa de juros de curto prazo vai depender das inferências do Banco Central quanto às condições no mercado de reservas, bem como quanto a suas metas intermediárias e finais.

Desse modo, os bancos centrais decidem com base em uma série de critérios (muitos dos quais explicitados em relatórios de comitês de política monetária) qual a taxa de juros adequada para a operação econômica. A partir daí, procura-se estabelecer (no sentido de “fazer convergir” ao interesse pré-estabelecido) a taxa no mercado bancário, criando um “consenso” a respeito da taxa de juros que deve prevalecer. Tudo isto é feito com base na

combinação dos instrumentos de política que os bancos centrais possuem a seu dispor. O recolhimento compulsório é usado para moldar parcialmente a demanda por reservas e o mercado de compra e venda de títulos públicos é a arena para os ajustes de oferta.

Assim, na prática do dia-a-dia econômico, a autoridade monetária adéqua a oferta à demanda, de maneira a produzir uma trajetória suave (presença de poucas oscilações) nos níveis de taxa de juros compatível com as metas estabelecidas publicamente. Tal processo é feito basicamente a partir de operações compromissadas e leilões informais de título e dinheiro, com leilões formais servindo apenas para configurar o nível “normal” de liquidez no mercado monetário.

Por fim, chega-se a terceira e última parte da divisão analítica: os instrumentos de política monetária (os métodos e os meios empregados para afetar diretamente as variáveis operacionais, visando alcançar as metas intermediárias desejadas). As ferramentas clássicas de política monetária dos quais a maioria dos bancos centrais normalmente dispõem são:

- i) Os recolhimentos compulsórios (ou reservas fracionárias), cuja elevação da taxa reduz a oferta monetária e, conseqüentemente, promove um aumento da taxa real de juros, e vice-versa;
- ii) As operações de mercado aberto (*open-market*), onde a venda de títulos, por parte dos bancos centrais, ao público geral, reduz a oferta de moeda em circulação na economia e, conseqüentemente, provoca uma elevação na taxa real de juros, e vice-versa;
- iii) O redesconto de liquidez (ou taxa de redesconto), onde um aumento dos juros, juntamente à redução do prazo, diminui a oferta monetária e, conseqüentemente, gera um aumento na taxa real de juros, e vice-versa.

Os recolhimentos compulsórios são depósitos (efetuados em espécie ou em títulos elegíveis) em que cada banco é legalmente obrigado a manter junto ao Banco Central em forma de reserva bancária. Sua principal função é estabilizar a demanda por reservas bancárias para facilitar a ação do BACEN no processo de fixação da taxa de juros.

As operações de mercado abertos são realizadas via compra e venda de títulos públicos por parte dos bancos centrais, e afetam diretamente o volume de reservas dos bancos, sendo que, se a quantidade de resgate de títulos for superior ao volume de vendas em um dado dia, verifica-se uma expansão de reservas, e vice-versa. Este instrumento é recomendado tanto para a realização da gerência de liquidez, como para a sinalização da taxa de juros básica.

As operações de redesconto (ou assistência financeira) de liquidez são empréstimos concedidos pelos bancos centrais na forma de crédito em reservas bancárias, no intuito de

atender, individualmente, a eventuais problemas contábeis de caixa – que podem ocorrer ao término de um dia comercial ou um período de manutenção do recolhimento compulsório – por parte de algumas instituições bancárias. Este instrumento é visto como uma “válvula de segurança”, que objetiva preservar a saúde geral do sistema financeiro, e são utilizados, indiretamente, como apoio de controle da liquidez, com vistas a uma maior estabilidade da taxa de juros no mercado monetário.

Além dos instrumentos clássicos de política monetária, há ainda dois outros instrumentos não convencionais:

- iv) O controle direto sobre o crédito (a partir do controle de volume, de prazos e da destinação do crédito bancário) ou;
- v) O controle sobre a taxa de juros (estabelecimento do “teto”). Esses tipos de instrumentos carregam um forte conteúdo discricionário, pois objetivam determinar de forma direta as variáveis que o BACEN indiretamente busca influenciar via manipulação das metas operacionais. Tais instrumentos normalmente são criticados por seu potencial em gerar distorções no funcionamento do mercado creditício, uma vez que cria um desestímulo à intermediação financeira como forma de atividade econômica.

Uma vez fornecida uma elucidação a respeito do *modus operandi*, as principais definições conceituais e as algumas tecnicidades básicas às práticas de política monetária a dispor dos bancos centrais, além é claro, mencionando suas funções clássicas, o debate seguirá rumo ao esclarecimento de outros aspectos teóricos fundamentais – e não menos importantes – para a posterior compreensão das conferências realizadas no FMI.

Por esta razão, o desenvolvimento deste trabalho segue para a apresentação de uma hipótese formulada por Larry Summers – cuja imagem recentemente ficou associada ao conceito de *secular stagnation* – e que é condizente com o atual cenário macroeconômico no mundo desenvolvido.

Vale destacar que tal tese não é única para explicar o mundo pós-crise, visto que não há veredicto comum – a exemplo da teoria de Kenneth Rogoff (teoria da dívida *overhang*), a de Ben Bernake’s (teoria de um excesso de poupança) e a de Paul Krugman (teoria da armadilha de liquidez) – no entanto, certo é que o conceito de estagnação secular é mais aceito recentemente entre os cientistas econômicos, por oferecer uma análise mais abrangente para os aspectos de política monetária.

I.4 - Estagnação Secular e o fenômeno das taxas de juros negativas⁴

A economia mundial vem apresentando um desempenho muito fraco apesar da queda do petróleo, considerando que as estimativas apontavam que uma redução de 10% no preço da *commodity* teria um efeito positivo de 0,1 a 0,5 pontos percentuais sobre o PIB Mundial. Da mesma forma, o crescimento da produtividade americana acompanhou o mau desempenho do PIB dos EUA. O comércio internacional desacelerou ainda mais do que o PIB mundial e a inflação permanece em níveis baixíssimos ou mesmo negativos. Tudo isso apesar de taxas de juros em níveis ineditamente baixos (e em alguns casos, negativos).

Em suma, o que se percebe é o advento de um baixo crescimento pós-crise financeira, com a piora no desempenho mundial ao longo dos últimos anos, frustrando as recentes previsões econômicas por uma larga margem. Até mesmo os EUA, que são um dos casos mais bem-sucedidos de recuperação entre as economias avançadas, vêm apresentando um quadro de baixo crescimento por um longo período.

A política fiscal das economias avançadas, ainda que esteja caminhando na direção contracionista, não explica porque o crescimento agora é menor do que no período anterior crise. Esta combinação de “quase” estagnação somada à presença de juros negativos (implicando condições financeiras insustentáveis) é o que vem sendo chamado de estagnação secular.

Surpreendentemente, o baixo crescimento contínuo tem sido a marca das economias desenvolvidas nos tempos modernos e a resposta que os mercados financeiros oferecem diante deste fato é ainda mais intrigante. Na época da crise, poucos economistas teriam apontado para a formação de um cenário econômico tal como está constituído hoje. Na verdade, a esperança da maioria era que, após uma profunda recessão, as economias desenvolvidas seguissem rumo a uma rápida recuperação juntamente com a volta da alta dos empregos. No entanto, mesmo com as agressivas intervenções de políticas monetária realizadas pelo FED, tal expectativa posta não se confirmou. Essa constatação se aplica não somente no âmbito da economia dos EUA, mas também em todo o restante do mundo industrializado.

Posto isto, em 2009, quase ninguém apostaria que a taxa básica americana permaneceria perto de zero pelos próximos oito anos ou que os juros, nas principais economias da Europa e Japão, ficariam negativas. Mais ainda, não se pensava em uma política

⁴ SUMMERS, Lawrence H. *The age of Secular Stagnation. How to survive slow growth*, march/april 2016. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/intranet/ie/userintranet/hpp/arquivos/291020162445_foreignaffairsmarch2016lawrencsummers.pdf> Acesso em maio de 2017.

monetária em que os bancos do G-7 expandiriam conjuntamente seus balanços ao patamar de US\$ 5 trilhões, e que, surpreendentemente, a baixa inflação se tornaria um problema sério que chocaria os formuladores de política na maior parte do mundo desenvolvido. Em regra, tanto nos EUA, como na Europa e Japão, os níveis inflacionários permaneceram bem abaixo de dois pontos percentuais.

Na sequência da crise, outro dado macroeconômico intrigante diz respeito ao acentuado aumento da relação dívida/PIB entre os principais países industrializados. Em particular, nos EUA esta razão passou de 41%, em 2008, para 74% ainda no ano de 2016. Já no caso japonês, estes níveis subiram de 95% para 126%, e na média europeia, de 47% para o patamar de 70% deste *ratio*. Contudo, a real compreensão a respeito dos possíveis danos que a crescente relação dívida/PIB poderia vir a causar às conjunturas econômicas é um debate que ainda está em aberto e não se compreende muito bem como esta atrapalha a eficácia na execução de política monetária.

No tocante às previsões referentes aos níveis de taxas de juros de longo prazo, as expectativas são também notavelmente baixas, com as taxas para os títulos públicos de dez anos em torno de 2% nos EUA, ao redor de 0,5% na Alemanha e 0,2% no Japão desde o início de 2016. Tais expectativas para o longo prazo sugerem que os mercados esperam por uma continuidade destes baixos níveis de inflação e taxas de juros reais para os próximos anos, é claro, com apropriada ressalva sobre as complexidades do desenho de inferências dos mercados de títulos indexados.

Em outras palavras, quase nove anos depois a recuperação dos EUA, a volta da “normalidade” macroeconômica não é aguardada pelos mercados. Assim, a chave para entender a profundidade do processo está no conceito de estagnação secular, que recente ficou associado à imagem do economista Larry Summers, mas que, *a priori*, em outro momento da história econômica, já havia sido antecipada por Alvin Hansen ainda na década de 1930.

Nesta visão, o diagnóstico é que as economias do mundo industrializado sofrem com um desequilíbrio proveniente da simultaneidade entre a crescente propensão a poupar e a decrescente propensão a investir. O resultado disto é que o excesso de poupança atua como um “arrasto” na demanda, reduzindo as taxas de crescimento da atividade e dos níveis de inflação, assim como promove um desequilíbrio entre poupanças e investimentos que, por sua vez, culminam em baixas taxas de juros reais.

Em síntese, a estagnação secular ocorre quando a taxa natural de juros real é tão baixa que não pode ser alcançados através de políticas convencionais do banco central. Nesse ponto, os níveis desejados de poupança excedem os níveis desejados de investimento, levando a

insuficiências na demanda agregada e apresentando crescimento reduzido. Esta descrição se encaixa perfeitamente com o cenário econômico atual, onde as taxas de juro real são muito baixas, a demanda tem sido lenta e a inflação é baixa, como seria de esperar na presença de excesso de poupança. Adiciona-se ainda um quadro de ausência de investimentos, de modo que os recursos financeiros poupados tende a fluir para os ativos existentes, o que, por sua vez, causa a inflação dos preços dos ativos.

Para que a hipótese de estagnação secular seja plausível, tem que haver boas razões para supor que a taxa natural de juros real encontra-se em declínio de modo que o patamar atual esteja em níveis anormalmente baixos. Neste sentido, uma série de estudos empíricos recentes aponta nesta direção. O mais convincente destes argumentos é o crescente número de evidências sugerindo que, ao longo da última geração, vários fatores aumentaram a propensão a poupar nos países desenvolvidos e reduzir a propensão a investir.

Desta forma, o aumento da propensão a aumentar deriva de fatores como: o aumento da desigualdade (e a subsequente elevação da participação relativa dos rendimentos das classes mais altas sobre o PIB); da incerteza quanto à duração da aposentadoria e a real disponibilidade de benefícios; a redução da oferta de empréstimo hipotecário; além da maior acumulação de ativos por bancos centrais estrangeiros e fundos de riqueza soberanos.

Pelo lado do investimento, a redução da propensão tem sido impulsionada por um crescimento mais lento da força de trabalho, a disponibilidade de capital mais barato a um crédito mais apertado (com empréstimos mais altamente regulamentados do que antes). E, por fim, e talvez o motivo mais importante, a formação de um novo perfil econômico com tendências a conservar o capital.

Como dito, esta perspectiva da estagnação secular não é única e absoluta entre os economistas, e como serão expostas mais adiante ao longo da evolução do debate das conferências, outras explicações para o que está acontecendo foram propostas.

Todas estas abordagens possuem certo grau de veracidade, a respeito dos fatos econômicos no que tange a compreensão do atual cenário, entretanto, o foco aqui foi expor a teoria da estagnação secular, que tem sido mais comumente aceita entre os economistas, servindo de base para uma compreensão geral sobre as novas transformações da realidade econômica. Mais precisamente, a exposição feita até o presente momento teve a finalidade de mostrar em que pé a economia mundial, sobretudo, nas economias desenvolvidas, se encontra.

I.5 - Derivativos financeiros

O mercado de derivativos merece, sem sombra de dúvidas, um parêntese à parte que descreva a sua estrutura e complexidade. Isso porque, nos últimos anos, os debates que objetivam desvendar um receituário ideal para a política monetária, por vezes, são obrigados a abordar, pelo menos em primeiro momento, um tema que aparentemente está descolado da discussão de teoria econômica, que é a pauta dos derivativos financeiros. Este mercado, em particular, não promove uma real circulação de recursos financeiros entre credores e tomadores, mas, certamente, constitui um importante instrumento de apoio a tal circulação.

Aos olhos do grande público – que geralmente não compreende bem suas formas de operação – o mercado de derivativos aparenta ser uma fonte de perigo em potencial, que frequentemente, ameaça à saúde do sistema financeiro. Por esta razão, esta subsecção foi elaborada em prol de evidenciar os fundamentos básicos que regem estas operações específicas, além de “desmistificar” a sua real utilidade ao sistema financeiro e econômico.

Derivativos são, em síntese, ativos cujo valor é determinado a partir do valor de outro ativo (subjacente) ou com base no comportamento de algum outro mercado ou, ainda, por uma combinação pré-especificada de eventos.⁵ Desse modo, têm-se que contratos de derivativos se constituem, basicamente, em apostas condicionadas a uma dada ordem de acontecimentos que terá lugar em um ou mais mercados. Tais contratos possuem a finalidade de derivar benefícios de movimentações de mercado para alguma direção, ou mesmo evitar potenciais perdas oriundas deste mesmo comportamento.

À vista disto, derivativos permitem a decomposição (no sentido de reduzir) os riscos de aplicações financeiras que, *a priori*, estavam embutidos em um particular contrato de riscos elementares possíveis de serem vendidos separadamente. É esta a propriedade que explica o rápido crescimento desses mercados a partir dos anos 70 e 80, e que, por conseguinte, trouxe-se este estudo para o centro da análise econômica moderna, sobretudo no âmbito da política monetária.

Contudo, derivativos não permitem que os riscos das aplicações sejam evitados em sua totalidade. Na realidade, derivativos não eliminam o risco; eles apenas permitem que esses riscos sejam vendidos para alguém que potencialmente se sinta em posição favorável de administrá-los, ao menos de forma razoável.

O ponto central, e necessário ter-se em mente, a respeito daquilo que mercado de derivativos é capaz de oferecer de positivo à economia, é a possibilidade de que diferentes

⁵ CARVALHO, 2007, *ibid.*, p. 220.

grupos, com base nas suas preferências, possam administrar riscos específicos de uma forma mais “segura”, uma vez que os derivativos têm a propriedade (e a vantagem) que lhes permite superar os riscos ou, ao menos, minimizá-los.

Em regra, os derivativos se distinguem em dois grupos: aqueles negociados em bolsa de valores - os principais tipos são as opções e os contratos futuros - e os negociados em balcão. As bolsas de valores são mercados organizados a partir de transações anônimas, onde os ativos são comprados e vendidos “pelo mercado” e a bolsa atua como uma câmara de compensação, procedendo aos pagamentos e liquidações de contratos. A principal vantagem dos ativos financeiros transacionáveis em bolsa é a sua elevada liquidez.

Por sua vez, os derivativos de balcão são contratos em que se negociam riscos idiossincráticos, isto é, condições particulares, maturidades específicas, ocorrência de um dado evento, desempenho de um determinado ativo etc., tomados isoladamente ou em combinação.⁶ A propriedade de idiossincrasia confere a tais ativos a incapacidade de serem transferidos, sendo estes exclusivos de um dado agente. Por esta razão, os derivativos de balcão não são comercializáveis em bolsa e, portanto, possuem baixa liquidez. Essa característica confere a estes títulos um risco ainda maior comparado àqueles derivativos transacionáveis em bolsa de valores. Entretanto, sua vantagem é a possibilidade de dar tratamento particular à administração do risco à preferência de um agente específico.

Como já mencionado, os principais tipos de derivativos negociados em bolsa são as opções e futuros. As opções são contratos que confere ao proprietário a posse de um direito – e a não necessária obrigação – de realizar uma transação específica com base em uma data ou certa eventualidade. Existem as opções de venda (*put*) ou compra (*call*), que atribuem ao seu detentor o direito de venda/compra de um dado item em determinada data futura a um preço pré-estabelecido.

Os futuros são um tipo específico de derivativo onde a parte interessada assume a obrigação de entrega de determinado item em data fixada a um preço também pré-estabelecido. A contraparte, por conseguinte, compromete-se com a realização do pagamento do ativo em questão. Em termos gerais, tem-se que um contrato de opção consiste em uma aplicação financeira, cujo caráter é bem mais flexível comparativamente aos contratos futuros, uma vez que gera uma imposição ao comprador da opção.

Os derivativos de balcão também se dividem em dois tipos populares, comumente conhecidos como os contratos a termo e os *swaps*. É cabível a afirmação de que os contratos a

⁶ CARVALHO, 2007, loc. cit.

termo operam de forma análoga aos contratos futuros, entretanto, são efetuados de forma individualizada, a partir de um acordo bilateral. Já os *swaps* constituem contratos em que os agentes trocam as características de um dado ativo (ou de uma obrigação pelas características de outro), como por exemplo: em um *swap* de juros, a parte pode substituir o perfil de pagamento de juros fixos por um de juros flutuantes, ou ainda, no caso de um *swap* cambial, a parte troca a moeda em que a sua obrigação está contratada pela moeda em que a contraparte tem a sua obrigação registrada. Por fim, vale destacar que estes contratos podem ser do tipo simples (*plain vanilla*), tal como um contrato a termo ou *swap*, ou do tipo estruturados, no intuito de combinar as características de dois ou mais tipos de contratos, a exemplo: os *swapstions* (combinação de *swaps* com opções).

Certo é que, embora o tema de derivativos financeiros, em um primeiro momento, pareça ser uma discussão à parte da teoria econômica – em especial o tema da política monetária – é de suma importância para o presente estudo. A inclusão desta seção objetiva fazer diálogo com a abordagem do *boom* dos imóveis nos Estados Unidos (II.6), e este, por sua vez, está intrinsecamente relacionado com as conferências do FMI, explanadas no Capítulo III do trabalho.

Neste tópico, duas são as lições primordiais. A primeira é que o sistema financeiro satisfaz três grandes demandas econômicas: canalizar recursos gerados pelas unidades superavitárias para deficitárias, provendo à economia uma melhor eficiência alocativa dos recursos escassos e maximizando o potencial de crescimento da atividade que, em última instância, corrobora para a manutenção do emprego e do bem-estar; organizar e operar os sistemas de pagamento da economia; e, por último, ajudar na criação de ativos em volume ideal e compatível com as preferências dos agentes econômicos a partir de uma prévia acumulação de riqueza.

A segunda (e principal lição) é que os contratos de derivativos foram inovações de mercado, aprimoradas ao longo do tempo, com o objetivo de permitir aos agentes em particular, a assumir somente àqueles riscos dentre os quais se julgue capaz de administrar, vendendo a terceiros os riscos restantes. Assim, a novidade dos derivativos está em permitir que aplicadores façam políticas defensivas (denominadas de *hedge*) de maneira mais eficaz. Como será visto mais a frente, compreender o conceito de *hedge* é fundamental para entender as minúcias das transações financeiras que se sucederam à crise e como esta se relaciona à bolha dos imóveis e à crise do *subprime*.

Em contrapartida, de forma mais negativa, o outro lado da moeda desta mesma lição está relacionado ao fato de que, em toda a operação de derivativos, para que alguém se valha

do uso de *hedge*, é necessário, pois, que uma contraparte esteja disposta a assumir estes riscos. Isto torna os contratos de derivativos alvos de frequente especulação para aplicadores de mercado em busca de altas taxas de retorno, em que a contraparte acredita ser capaz de gerir estes riscos melhor que outro participante do mercado. Ao longo do debate das conferências torna-se claro que seja este talvez um dos “calcanhares” de Aquiles para muitos *policy-makers* até mesmo nas maiores economias do mundo, sobretudo para o governo dos Estados Unidos.

CAPÍTULO II - OS BANCOS CENTRAIS ANTES DA CRISE DE 2008

II.1 - Análise estrutural do o sistema financeiro norte-americano

A forma como os bancos centrais conduzem, ou calham a escolher, à cartilha de política monetária para esta ou aquela economia, invariavelmente, será uma decisão influenciada por um conjunto de regras, normas, técnicas ou princípios, que regulamentarão (ou não) a estrutura geral do setor financeiro e monetário.

Desta forma, é indispensável à elucidação do debate das conferências, apontar semelhanças e diferenças no regimento interno do sistema financeiro e monetário americano, em especial, a partir de uma comparação genérica entre as principais economias desenvolvidas.

O foco aqui é esmiuçar (minimamente) a estrutura do *Federal Reserve*, atentando para as particularidades da economia norte-americana e mostrando como tais diferenças (ou semelhanças) podem vir a determinar o modo de atuação geral dos governos frente a eventuais (e diversificados) choques econômicos.

Primeiramente, em direção contrária a tentativa de homogeneizar um receituário ideal de condução para a política monetária, atua o argumento da história econômica particular de cada nação tal como os seus condicionantes políticos e culturais que, por sua vez, tornam algumas práticas de política mais ou menos aceita em determinadas localidades.

Neste sentido, a tradicional estrutura de separação estadual *Federal Reserve* aparece como um primeiro diferencial em relação a muitas economias de países europeus, onde, via de regra, os bancos centrais são únicos e centralizados e o domínio sobre a política monetária abrange toda a extensão do território nacional.

Além disso, outra diferenciação neste aspecto, entre o FED e os bancos europeus, está ainda no fato de que estas autoridades monetárias europeias se encontram, em última instância, subordinadas a autoridade monetária máxima do Banco Central Europeu (sediado em Frankfurt, Alemanha).

Uma segunda característica igualmente importante, e que, de certa forma também diferenciam estes bancos centrais, é o fato de que todos os bancos europeus (digo, aqueles pertencentes à Zona do Euro) apresentam, por exemplo, certos empecilhos para a execução de políticas monetárias específicas.

Uma boa ilustração desta dificuldade é a forma de política monetária recentemente praticada pelo FED de “afrouxamento” quantitativo (*quantitative easing*), uma vez que a obrigatoriedade da circulação da moeda comum (o euro) “engessaria” ou, no mínimo, minaria

o potencial de criatividade de *policy-makers* europeus em idealizar novas formas de condução para as políticas monetárias. Acrescenta-se neste ponto, que todas as decisões de políticas econômicas passam, direta ou indiretamente, por um acordo parlamentar ou comum aprovação de estratégias políticas entre os países da Zona do Euro através de reuniões com o Banco Central Europeu.

Como já mencionado anteriormente, tão importante quanto o quadro político e social, as questões institucionais também aparecem como fatores determinantes à estruturação do setor financeiro e monetário como um todo, que, para fins últimos, influenciam na decisão de política monetária subsequente a ser adotada.

Posto isto, outro ponto que merece destaque é a recordação de que a distinção legal (e conceitual) entre bancos, tal como a conhecemos hoje, nem sempre foi igual ao longo da história econômica dos Estados Unidos. A separação entre as formas de banco, do ponto de vista da legalidade das atividades, e que mais tarde incorporaria a análise econômica acadêmica, surge somente a partir da experiência da Grande Depressão.

Antes de 29, os bancos norte-americanos gozavam de uma quase plena liberdade para o exercício de suas atividades financeiras⁷. Na sequência deste episódio, o congresso americano passou a exigir, visando elevar o grau de regulação destes mercados, uma nova forma de divisão da bancária. É a partir de então, que se dá início a ideia de uma separação conceitual entre bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos etc. Esta visão de estrutura para setor financeiro consolidou-se a partir deste marco, persistindo tanto nos períodos anteriores como posteriores à crise de 2008-9.

Entretanto, cabe destacar que apesar da existência de uma prévia definição destes conceitos nos livros acadêmicos, cada país, em particular, possui sua definição própria (do ponto de vista da legalidade) a respeito daquilo que precisamente é permitido às instituições financeiras realizar como atividade fim, e que, por conseguinte, altera a forma de se pensar e atuar sobre a política monetária.

De modo geral, é cabível a afirmação que a atividade financeira como um todo, tornou-se cada vez mais diversificada com o passar do tempo e, infelizmente, para azar de muitos, sua estrutura e seu funcionamento, além da forma como esta interfere na análise teórica, não foi perfeitamente compreendida até hoje, nem mesmo pelos principais estudiosos da ciência econômica. Sendo assim, há uma constante busca por atualização e evolução do

⁷ Para muitos economistas de viés mais liberal, um dos problemas que corroboraram para o advento crise, ao contrário do que afirmam certas posições mais simpatizantes ao intervencionismo de mercado, relaciona-se ao fato de que, até antes do colapso financeiro de 2008, o que realmente ocorreu não foi um excesso de liberalização financeira, mas sim, a falta da mesma.

debate nesta direção, tal como será visto mais adiante.

II.2 - Breve História da Política Monetária Americana

Antes da crise financeira predominava a noção de que não era papel do Banco Central, ao menos no âmbito monetário, atuar na preservação da estabilidade financeira. Como consequência, o foco da política monetária praticada pelos bancos centrais, em especial o Federal Reserve, restringiu-se a um único instrumento: a política de taxa de juros de curto prazo. Esse fato era justificado com ênfase na estabilidade de preços que os bancos centrais deveriam almejar.

De acordo com Blanchard, Dell'Ariccia e Mauro (2016):

*“Um dos argumentos dos Bancos Centrais para o foco na inflação era o aforismo da ‘divina coincidência’: noção de que ao estabilizar a inflação, a política monetária manteria as atividades econômicas o mais perto possível (dadas as fricções na economia) de seu potencial”.*⁸

Embora nenhum Banco Central acreditasse que a “divina coincidência” fosse a responsável de fato pelo sucesso da política monetária e econômica, parecia ser algo suficientemente próximo do ideal para justificar o foco primário na inflação e perseguir a meta inflacionária. Entretanto, cabe ressaltar que para alguns economistas, a taxa de juros básica não é a ferramenta ideal para lidar com o tipo de desequilíbrio que levou à crise, uma vez que sua abrangência é muito vasta para ser eficaz.

Há ainda o questionamento se o Banco Central deveria ou não priorizar a estabilidade financeira. Com o advento do *crash* em 2008, os bancos centrais passaram a admitir a hipótese de que política monetária poderia, eventualmente, gerar impactos diretos e indiretos na estabilidade do setor financeiro e, conseqüentemente, sobre o nível de atividade econômica. A análise da teoria da política monetária deve centrar sua atenção no modo como bancos centrais atuam frente a diversos tipos de choques temporários com objetivo de suavizar impactos econômicos.

Dito isto, conforme expõe Licha (2015):

*“Uma lição da crise financeira é que a inflação e produto estável são condições necessárias, mas não suficientes do ponto de vista do bem-estar social, já que se deve evitar também que se criem grandes desequilíbrios financeiros”*⁹

Em outras palavras, o sistema financeiro assumiu importância de magnitude ímpar

⁸ STIGLITZ, Joseph. *O que nós aprendemos: a política macroeconômica no pós-crise* / editado por George Akerlof ... [et. al]. – Rio de Janeiro, RJ, Alta Books, 2016, p. X.

⁹ LICHA, 2015, *ibid.*, p. 325.

para as economias modernas e é inegável que crises financeiras possuem um imenso potencial para contaminar a economia como um todo. Compreender a estrutura e funcionamento desse sistema é indispensável não apenas para explicar o mundo pós-2008, mas também para repensar o papel da política monetária praticada pelos bancos centrais. Um dos argumentos consiste na noção geral de que a dinâmica das economias globais vincula, cada vez menos, com ótica de economia produtiva, ao menos em termos de participação relativa no PIB – e passa a concentrar suas atenções no fortalecimento e desenvolvimento do setor financeiro.

Neste debate, os distúrbios que marcaram o período anterior, trouxeram, ao final dos anos 80, uma necessidade por reformas imediatas a partir da ação conjunta do governo dos Estados Unidos e do Federal Reserve, objetivando acabar com a perversidade dessa dinâmica.

II.3 - O surgimento do Novo Consenso Macroeconômico

Nos dias atuais, até mesmo o mais desinformado cidadão a respeito das technicalidades da política monetária, provavelmente já está convencido do quão estratégico e relevante é a política para a prosperidade econômica. Recentemente, seria impossível não notar as repetidas vezes que os jornais diários mencionam a importância e o poder desta política, que há muito está centrada nas mãos das autoridades monetárias¹⁰.

Fato é que nem sempre a atual importância conferida à política monetária foi considerada unânime ao longo da história da política macroeconômica. Se transportássemos hoje um cientista econômico dos anos 60 e 70 em uma “máquina do tempo” ele, definitivamente, se surpreenderia com a magnitude desta avaliação. Isso porque, naquele período, predominava uma visão diametralmente oposta, em que a política monetária seria ineficaz¹¹ para o desempenho macroeconômico.

Durante década de 70, os elevados patamares de inflação (constantemente próximos, e até superiores, a uma taxa de 10% a.a.) combinada a altas taxas de sacrifício deram o tom da economia americana durante o período chamado de Grande Inflação.

¹⁰ Embora a crítica ao monopólio da moeda por parte do Banco Central seja vista como um argumento impopular entre formuladores de políticas econômicas e acadêmicos em geral - e por esta razão, esta abordagem não estará presente no posterior debate das conferências do FMI - há ainda um pequeno grupo de economistas, sobretudo aqueles cujos pensamentos encontram-se fora do *mainstream* macroeconômico – como, por exemplo, a escola austríaca de economia – que defendem uma posição que vai além do questionamento sobre o conceito de dependência ou independência do Banco Central, apoiando, inclusive, a ideia extinção de uma autoridade monetária, uma vez que não visualizam o Estado como uma entidade capaz de gerir com eficiência alocativa as exigências econômicas.

¹¹ Isso porque, naquele período, a política fiscal era o principal instrumento de estímulo à demanda agregada, visto que a atuação sobre esta se dava a partir da regulação dos gastos do governo e dos agentes, agindo, em consequência, sobre o nível de atividades da economia.

O período seguinte emerge com as primeiras mudanças nos rumos da política monetária a partir do meio da década de 80 em diante, cujas noções gerais, que perduraram de 1984 até 2007, promoveram um longo período de baixa inflação e uma pequena volatilidade na taxa de crescimento da atividade econômica americana tal como no resto do mundo (exceto nas crises de 1990/1 e 2001).¹²

Esse período ficou denominado como Grande Moderação, e está marcado por uma suavidade dos ciclos econômicos e ausência de grandes depressões, sobretudo nas economias desenvolvidas. Tal fato corroborou para a crença que as economias em geral não voltariam a sofrer com graves crises econômicas, desde que seguissem a cartilha de recomendação de política monetária “moderna”. Desta forma, da experiência de política econômica na *Grande Moderação* surgiu um conjunto de propostas associadas às práticas dos principais bancos centrais, conhecido como o Novo Consenso Macroeconômico.

A mudança de prognóstico favorável ao uso primário da política monetária, em detrimento do ativismo fiscal, foi em razão de fatores ligados à extrema morosidade e excessos na elaboração das políticas fiscais¹³. O âmbito de discussão entre os poderes executivo e legislativo é lento e conflituoso, em razão de eventuais negociações políticas que dificultam a aplicação da política monetária como instrumento de estabilização.

Certo é que as decisões de políticas monetária, em comparação às políticas fiscais, são mais céleres sendo, pois, um instrumento mais eficiente para intervenção em momentos de adversidades referente à demanda agregada. No entanto, o que define o poder atribuído a tais políticas vai além do seu caráter ágil e eficaz, e ainda não está claro, pois mesmo os mais fervorosos defensores do ativismo monetário apresentam certa dificuldade para explicar com precisão, que mecanismos ou fatores fazem com que a política monetária de fixar um valor para a taxa de juros, que não é relevante para quase ninguém, seja, de fato, eficiente.

Nesta esteira, segue elucidação de Tobin (2003):

“A cauda chacoalha o cachorro. Ao mover delicadamente uma pequena cauda, Alan Greenspan chacoalha um cachorro enorme, a grande economia americana. Isto não é notável? A taxa sobre fundos federais é a mais curta de todas as taxas de juros, muito distante das taxas sobre ativos e dívidas pelas quais as empresas e famílias financiam os gastos em investimento real e consumo medidos no PIB. Por que a política monetária funciona? Como? É um mistério, que não é plenamente compreendido nem pelos banqueiros

¹² LICHA, *ibid.*, p. 79.

¹³ Com a consolidação e fortalecimento das ideias neoliberais advindas do Novo Consenso Macroeconômico, ganhou força a visão de que a política fiscal não deveria estar no centro de atuação do Governo frente às questões econômicas, uma vez que correntes liberais, de maneira geral, possuem aversão ao ativismo fiscal, por conta de controvérsias no âmbito moral.

*centrais, nem pelos economistas”.*¹⁴

A questão permanece um mistério que, definitivamente, não será desfeito aqui, mas continua a intrigar até àqueles economistas mais simpatizantes aos ideais do novo consenso macroeconômico e, certamente, fornece pano à manga sendo, pois, objeto de estudo para os economistas no que tange ao debate das novas abordagens de política monetária no mundo pós-crise de 2008-9.

Por fim, com o intuito de concluir a ideia até aqui exposta, apresenta-se a seguir, de forma sucinta, as lições fundamentais absorvidas ao longo do período correspondente a gestão de Alan Greenspan (presidente símbolo da era “novo consenso”) e as principais premissas deste marco histórico.

II.3.1 - Era Greenspan

A liderança de Alan Greenspan a frente do Federal Reserve (de 1987 a 2006) é sinteticamente caracterizada, segundo Goodfriend (2007)¹⁵, por:

- i) O estabelecimento de uma meta inflacionária implícita, cuja a finalidade de equilibrar o deflator do consumo fortaleceu a credibilidade do FED;
- ii) Durante o *crash* (estouro da bolha especulativa) em 1987, o empréstimo do banco central americano ao sistema bancário e financeiro acarretou no aumento da inflação e orientou os mercados no sentido de uma execução mais flexível da política monetária após os choques financeiros;
- iii) Graças a credibilidade adquirida ao longo dos anos 80 pelo FED, que culminou em expectativas inflacionárias bem ancoradas, a política agressiva de elevação de 3% na taxa básica de juros americana em 1994 promoveu um pequeno aumento da taxa de desemprego, evidenciando uma baixa taxa de sacrifício nessa economia. Além disso, pelo mesmo motivo, a recessão de 2001 foi curta, perdurando apenas dois trimestres;
- iv) E, por fim, em 1996, o FOMC anunciou uma estratégia para a taxa de juros básica a partir de princípios e estratégias claras para a política monetária americana.

II.3.2 - Princípios do Novo Consenso

Explicitadas as principais características a respeito do governo de Alan Greenspan que, ao longo da história macroeconômica, lhe conferiram o caráter “quase santo”, em razão de sua

¹⁴ TOBIN, James. *World Finance and Economic Stabilization. Selected Essays of James Tobin*. Cheltenham: Edward Elgar, 2003, p. 171, *apud* CARVALHO, 2007, *ibid.*, p. 198.

¹⁵ GOODFRIEND, M. (2007). *How the World Achieved Consensus on Monetary Policy*. NBER Working Paper Nº 13.580, November, Cambridge *apud* LICHA, 2015, *ibid.*, p. 80-81.

perícia em tomar decisões que muitos consideraram responsáveis pelo impressionante período de prosperidade da economia americana a partir dos anos 90, é válido ainda um adendo sobre as principais premissas que nortearam o Novo Consenso ao final da década de 90 são que:

- i) A política monetária deve priorizar a estabilidade de preços em detrimentos dos demais objetivos;
- ii) Ao estabilizar a taxa de inflação, permite-se estabilizar o nível de atividade;
- iii) O instrumento de política monetária deve ser a taxa de juros para empréstimos interbancários;
- iv) Os agregados monetários são instáveis e de difícil controle, sendo tal motivo, a razão que não os permitem ser usados como instrumento (diferentemente das taxas básicas, que, *a priori*, podem ser controladas pelos bancos centrais);
- v) A política fiscal é secundária e deve submeter-se à política monetária, pois, desse modo, obtêm-se a estabilização da taxa de inflação e do nível de atividade;
- vi) A credibilidade do banco central frente aos agentes econômicos é fundamental para manter a inflação baixa e estável; e, por fim
- vii) É crucial à política monetária possuir objetivos e procedimentos transparentes (estabelecer boa comunicação junto ao público) para a fixação adequada da taxa de juros de política e, sobretudo, criar regras para o enfrentamento de choques diversos.

II.4 - O Boom dos Imóveis nos Estados Unidos da América

Entre 1997 e 2006, o mercado imobiliário norte-americano desfrutou do mais forte e extenso período de valorização setorial desde as últimas cinco décadas. A contínua alta de preço dos imóveis (chegando a triplicar de valor) se apresentava como estável e duradoura aos olhos de inúmeros investidores e operadores da bolsa de valores, que viam a compra de ativos financeiros, lastreado nas hipotecas, como uma excelente forma de aplicação financeira segura e capaz de auferir bons retornos. Nada parecia poder abalar a crenças dos investidores na contínua fase de crescimento.

Esse processo foi possível, de certa forma, graças ao aumento do crédito imobiliário americano, apoiado em taxas de juros de mercado relativamente baixas, em especial após setembro de 2001. Como resultado, o mercado de hipotecas (tido como o mecanismo de financiamento imobiliário mais importante dos EUA) movimentou uma média anual de US\$ 3 trilhões em novas operações entre 2001 e 2006.¹⁶ Dois são, geralmente, os fatores que

¹⁶ FILHO, Emani Teixeira Torres. *Entendendo a crise do subprime*. Revista Visão de Desenvolvimento –

explicam tal crescimento:

- i) A ampliação de escala do mercado hipotecário americano, com a incorporação de novos potenciais tomadores de financiamento imobiliário; e
- ii) O aumento do processo de securitização creditício.

O primeiro fator refere-se à inclusão no mercado hipotecário do segmento de agentes econômicos que, *a priori*, pelas normas de concessão de crédito institucionais privadas e públicas, não tinham condições de arcar com as parcelas de seus respectivos financiamentos – são estes os denominados *subprime*. Estes devedores eram pessoas físicas que apresentavam um elevado nível de risco às aplicações, visto que se caracterizavam, dentre outros fatores, por possuir renda incompatível com a prestação, o histórico de inadimplência, ou até mesmo ausência de documentação para conferir-lhes credibilidade.

Dentro do grupo *subprime*, havia ainda uma categoria que envolvia operações ainda mais arriscadas - que mais tarde ficariam popularmente conhecidos como os ninjas (*no income, no jobs and no assets*) - devido à falta de renda, trabalho ou patrimônio compatível com a capacidade em honrar os contratos de empréstimos firmados.

Ressalta-se que a maior parte das operações envolvendo a categoria *subprime* foi feita sem qualquer garantia tradicionalmente exigida pelo governo federal americano a empréstimos residenciais para população de baixa renda. No período entre 2001 a 2006, a parcela correspondente a tais transações aumentou pouco mais que o dobro percentualmente, passando de 8,6% para 20,1%, conforme dados fornecidos pela fonte *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual, Top Subprime e Mortgage Market Players Key Data (2006)*.¹⁷

Além da peculiar situação dos devedores, a forma como o contrato era firmado para os empréstimos *subprime* detinham duas características que agravavam ainda mais o risco do negócio: a longa duração contratual e a previsão de dois regimes para pagamento da dívida.

O contrato possuía um termo final, em média, de 30 anos, sendo que nos primeiros anos (em geral, o segundo ou o terceiro) as prestações e as taxas de juros eram fixadas abaixo dos patamares e, chegando o momento de reajuste – com juros mais elevados – os devedores não conseguiam assumir a nova parcela.

Ante a impossibilidade de honrar com a dívida, a saída mais comum na época era renegociar o débito, criando um novo compromisso ou do tipo 2/28 ou 3/27, no entanto, o

BNDES n° 44, em 18 de janeiro de 2008. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Galerias/Convivencia/Publicacoes/Consulta_Expressa/Se tor/Sistema_Financeiro/200801_2.html>. Acesso em junho de 2017.

¹⁷ FILHO, 2008, *idem*.

valor era maior do que o primeiro contrato, em razão dos elevados preços dos imóveis. Desta forma, dava-se início a um novo período de prestações baixas e fixas, atendendo às necessidades dos devedores que conseguiam, ainda, embolsar alguma diferença em dinheiro.

Em outras palavras, à medida que as taxas de juros de mercado dos EUA iam caindo e, simultaneamente, os preços dos imóveis continuavam a subir, as famílias que enfrentavam dificuldades, em função dos reajustes de suas hipotecas, dispunham de uma alternativa: liquidar o financiamento hipotecário antigo e adquirir um novo, o que, na grande maioria das vezes, acontecia a taxas mais atraentes.

O processo de trocas de hipotecas estava baseado, portanto, no movimento ascendente dos preços dos imóveis, possibilitando, ainda, que os agentes não apenas conseguissem resgatar alguma quantia em dinheiro, por ocasião da realização da transação, mas também arcar com as elevadas comissões que os intermediários financeiros cobravam pela negociação.

Todavia, as possibilidades de manutenção desse ciclo imobiliário expansionista deixaram de existir à medida que a taxa básica de juros norte-americana foi sendo gradativamente elevada, saindo do patamar de 1% a.a., em maio de 2004, para 5,25% a.a., em junho de 2006. A contraparte desse aperto monetário foi, a partir de 2007, uma sensível queda dos preços dos imóveis, que inviabilizou a continuidade do processo de refinanciamento das hipotecas e, ao mesmo tempo, provocou uma ampliação dos inadimplementos e execuções.

O segundo fator que explica o crescimento concerne à expansão do processo de securitização desses créditos *subprime*. Neste sentido, para introdução do tema, cabe destacar o seguinte trecho esclarecedor deste elemento, *verbis*:

“As instituições financeiras, mediante a utilização de modelos do tipo Originação & Distribuição (O&D), atuavam como originadores das operações ao concederem financiamentos imobiliários e, simultaneamente, como distribuidores do risco ao securitizarem tais créditos e vendê-los no mercado de capitais a investidores institucionais – fundos de pensão, companhias de seguro, hedge funds etc. Havia, nesse sentido, não apenas maior grau de alavancagem das instituições financeiras, mas também a disseminação dos riscos em escala sistêmica.”¹⁸

O processo de securitização foi uma das mais importantes inovações do sistema financeiro contemporâneo e é pautado, conforme trecho citado, no modelo “*originate and distribute*”, fundado em finanças securitizadas e ampliação de inovações financeiras. Certo é que a dinâmica de desenvolvimento bancário caracterizou-se como uma rede complexa e nebulosa de instituições fora do balanço dos bancos (OBSV). Os bancos buscavam a

¹⁸ JUNIOR, Gilberto Rodrigues Borça Junior. *Analisando a Crise do Subprime* – Gilberto Rodrigues Borça Junior, Ernani Teixeira Torres Filho, revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008.

transferência dos ricos para outros agentes financeiros, se valendo de inúmeras etapas de securitização que, a partir de um produto originário, dava margem a novas estruturas e constituição de novos ciclos de securitização.

Com o novo desenho institucional criado pelo sistema financeiro, os grandes bancos financeiros abandonaram o seu papel tradicional de atuação – baseado na intermediação financeira, característica do modelo anterior *originate and hold* – passando a expandir os instrumentos financeiros, de modo a interligar uma vasta gama de instituições e mercados em perspectiva global.

A securitização caracterizava-se, portanto, em transformar operações de créditos *subprime* em um título/debênture para venda no mercado de capitais. O esquema financeiro era iniciado com a transferência de contratos de hipotecas para um fundo de investimentos – denominado *mortgage pool* – e este, por seu turno, valia-se destes diferentes tipos de hipoteca ABS para lastrear os subsequentes títulos em circulação.

Em razão das diferentes capacidades de solvência dos tomadores do empréstimo, as ABS assumiam classificações de risco variadas, cada qual com uma taxa de retorno diretamente proporcional ao tamanho do risco. As parcelas que detinham uma taxa de remuneração elevada, em função do maior risco, eram chamadas de *equity/toxic waste* e o valor mais alto servia para amortecer o risco para os demais investidores; apesar do retorno ser relativamente alto, estas não eram vendidas com tanta facilidade, pela dificuldade de descarte.

Neste cenário, instituições financeiras como grandes bancos de investimento – Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bears Stearns, Morgan Stanley e Citigroup – começaram a montar “pacotes de crédito” com diferentes pacotes de hipoteca, isso com a colaboração das principais empresas de classificação de risco. Tais contratos eram base para novos títulos securitizados, submetidos a uma nova transformação financeira, que buscavam diluir os riscos de cada hipoteca individualmente e garantir uma melhor classificação de risco, superior ao nível do título que lhe deu origem. Os novos títulos eram denominados de CDOs.

O atrativo dos CDOs estava na diferença entre os juros pagos pelos títulos originários (elevada lucratividade condizente aos altos riscos) e os juros pagos aos investidores (que eram relativamente baixos por se tratar de um título mais bem avaliado). Para demonstrar a sistemática destes títulos no mercado americano, vale a seguinte ilustração feita por Torres (2008), *verbis*:

“O CDO, com base nesses ativos, 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. Assim, por exemplo, a cada US\$ 100 em cotas já existentes de risco BBB, que eram incluídas na carteira de um CDO, davam lugar a US\$ 75 em títulos novos de classificação superior, ou seja, AAA, AA e A. Dessa forma, os bancos podiam obter recursos mais baratos para financiar essa parte menos nobre do subprime.*¹⁹

Desta forma, o que se verifica é que os CDOs, a partir de seus complexos modelos estatísticos, ocasionaram na interligação e na alavancagem geral no mercado de crédito. O arranjo criado por estes títulos pode ser justificado em função de que aproximadamente 80% das cotas dos CDOs, que eram classificadas como A, eram constituídas em ABSs consideradas de má-qualidade, tornando-se, pois, um esquema trilionário, *deixando de ser um pequeno segmento no mercado financeiro.*²⁰

Além disso, a forma encontrada para resolver a situação das cotas de pior risco (*equity*) – resquícios necessariamente produzidos em cada um dos ciclos de transformação financeira – foi montar empresas específicas (SIV), com o intuito de obter, assim como nas demais ABS, baixo custo para o financiamento das dívidas. As empresas emitiam títulos de curto prazo – *commercial papers* – usados para remunerar aplicações de caixa de empresas. A dificuldade estava na duração que era de 03 ou 06 meses, enquanto que os créditos em carteira nas SIV eram de até 30 anos e, de modo a fornecer garantia aos investidores, os bancos que fundavam tais empresas, estendiam linhas de créditos para enfrentar problemas circunstanciais de liquidez.

De maneira geral, a convenção entre os economistas é que a crise do subprime deriva essencialmente da desaceleração do mercado imobiliário americano. Esta é para muitos a real raiz da problemática. É através deste processo de securitização que corretoras e bancos norte-americanos passam a assumir uma posição de destaque entre os responsáveis pelo advento da crise de 2008-9. Essas instituições financeiras construíram um esquema de mercado capaz de facilitar a repassagem de créditos a terceiros.

Em 2005, após atingir um patamar de vendas de mais de 8,2 milhões de imóveis, uma reviravolta nos rumos deste mercado ocorre no sentido de uma trajetória de queda, de modo que, já em setembro de 2007, as vendas caíram ao nível de 5,7 milhões, isto é, uma redução de aproximadamente 30% do montante obtido em 2005.

No mesmo sentido da queda da demanda, os preços dos imóveis passaram, a partir de

¹⁹ FILHO, 2008, *ibid*, p. 06.

²⁰ US GOVERNMENT; FCI, (2011). *The Financial Crisis Inquiry Final Report*, January 2011, Washington, D.C.

então, a apresentar forte diminuição. Em vista deste fato, e considerando o modo como as transações financeiras eram atreladas entre si, tornou-se mais difícil renegociar as hipotecas *subprime*, dando início a uma nova onda de inadimplência. Desta forma, o acúmulo de prestações em atraso comprometeu não apenas as receitas esperadas das cotas *equity* que pertenciam às SIV, mas, simultaneamente, àquelas cotas de risco menos elevado que eram composição dos CDO.

Em vista ao caótico quadro estabelecido, repleto de incertezas a respeito da real tamanho e responsabilidade sobre tais perdas, mais uma vez, a posição dos investidores se mostrou coerente à aversão ao risco desta empreitada. Assim, a decisão mais óbvia e segura naquele momento para a maioria dos investidores era a corrida pelo resgate de suas aplicações financeiras em fundos imobiliários, e que, por sua vez, pararam de renovar suas aplicações em *commercial papers* das SIV.

Esse fato tornou os grandes bancos americanos e europeus muito expostos aos riscos imobiliários, considerando que as SIV passaram a fazer uso de linhas creditícias que mantinham com tais instituições, o que, na prática, era nada mais que uma transferência parcial das perdas para estas instituições.

Os fundos de *hedge*, administrados por grandes bancos, suspenderam a ação de resgate de cotistas. Assim, os bancos viram seus custos de captação se elevar até mesmo no mercado interbancário. É a partir deste sinal de fumaça que dar-se início para uma necessária intervenção dos bancos centrais (tanto o FED como os bancos europeus) objetivando prover liquidez ao sistema financeiro a partir de taxas mais baixas (incluindo as instituições com carteiras problemáticas).

Pela primeira vez em 20 anos, a *Standard and Poor's* assumiu publicamente que não via mais futuros nestes ativos financeiros e estava assistindo o aumento do inadimplemento de ativos com boa classificação de risco. Assim, para evitar maiores perdas e manter a clientela, os grandes bancos passaram a responsabilizar-se por estes prejuízos. Em meados de dezembro, o Citigroup informou ao público que assumiria as obrigações de US\$49 bilhões em ativos de péssima qualidade que das SIV que havia criado.

O debate sobre a crise do subprime, como será visto nas conferências, ainda está em aberto e está bem longe do fim. Mesmo hoje, em 2017, há ainda um estoque elevado desses tipos de empréstimo hipotecário com prestações a vencer para os próximos anos em circulação na economia americana. O fato implica que as perdas de bancos, corretoras e companhia imobiliárias, deve subir ainda mais para os próximos períodos.

CÁPITULO III - DEBATES DAS CONFERÊNCIAS DO FMI (APÓS A CRISE DE 2008-9)

III.1 - Conferência do FMI “Repensando a Política Macroeconômica”, 2011

Frequentemente, a análise metodológica da ciência econômica se depara com a dificuldade de construir modelos teóricos que espelhem o mundo tal como é. Embora este seja o ideário perseguido por muitos economistas, a realidade econômica não necessariamente se comportará da forma que a teoria prevê.

No mundo real, é a teoria que deve se adequar à prática e não o seu oposto, uma vez que a realidade econômica e social está em constante processo de mutação, sendo, imprescindível a atualização dos modelos econômicos. Isso porque, até mesmo muitos modelos econômicos que, em um dado momento da história, aparentavam ser absolutos – e de fato foram por certos períodos – não são, indubitavelmente, o ponto final da história ao modo pretendido pelos formuladores destas teorias.

Neste sentido, e considerando que o quadro econômico moderno se transformou de maneira cabal após a crise de 2008-9, o FMI realizou três conferências para repensar e criar novos modelos macro de política monetária, capazes de corresponder à nova realidade.

Insta salientar que os debates sobre as conferências serão expostos de forma evolutiva. A primeira, realizada em 2011, revê o que pensávamos que sabíamos (e ao mesmo tempo revela um tom de incerteza e certo caráter revolucionário para as propostas inicialmente apresentadas); a segunda, em 2013, identifica onde estávamos errados. A terceira oferece os primeiros contornos a uma nova política monetária.

A primeira conferência em análise ocorreu em 2011, em Washington, sendo intitulada no artigo do economista Olivier Blanchard como “*Rethinking the Macroeconomic Policy I*”. Logo após a realização desta no FMI, o mercado passou a se voltar para essas novas conclusões, esboçadas por Blanchard em nove pontos. Veja-se:

“1. We’ve entered a brave new world, a very different world in terms of macroeconomic policymaking.

2. In the age-old discussion of the relative roles of markets and the state, the pendulum has swung – at least a bit – toward the state.

3. There are many distortions relevant for macroeconomics, many more than we thought was the case earlier. We had largely ignored them, thinking they were the province of the microeconomist. As we integrate finance into macroeconomics, we’re discovering that distortions within finance are macro-relevant. Agency theory – about incentives and behaviour of entities or “agents” – is needed to explain how financial institutions work or do not work and how decisions are taken. Regulation and agency theory applied to

regulators themselves is important. Behavioural economics and its cousin, behavioural finance, are central as well.

4. Macroeconomic policy has many targets and many instruments (that is, the tools we use or variables to implement policy). Many examples were discussed at the conference. Here are two: I) Monetary policy has to go beyond inflation stability, adding output and financial stability to the list of targets and adding macro-prudential measures to the list of instruments. II) Fiscal policy is more than just “G minus T” and an associated “multiplier” (the proportion or factor by which changes in government spending or taxes affect other parts of the economy). There are potentially dozens of instruments, each with their own dynamic effects that depend on the state of the economy and other policies. Bob Solow made the point that reducing discussions about fiscal policy to what is the right multiplier does not do service to the issue.

5. We may have many policy instruments, but we are not sure how to use them. In many cases, we are uncertain about what they are, how they should be used, and whether or not they will work. (...)

6. While these instruments are potentially useful, their use raises a number of political economy issues. (...)

7. Where do we go from here? In terms of research, the future is exciting. There are many topics on which we should work – namely macro issues with, as Joe Stiglitz suggests, the right micro foundations.

8. Things are harder on the policy front. Given we don't quite know how to use the new tools and they can be misused, how should policymakers proceed? While we have a good sense of where we want to get to, a step-by-step approach is probably the way to go. (...) Pragmatism is of the essence. This was a general theme that came up, for example, in Andrew Sheng's discussion of the adaptive Chinese growth model. We have to try things carefully and see how they work.

9. We have to keep our hopes in check. There are going to be new crises that we have not anticipated. And, despite our best efforts, we could have old-type crises again. That was a theme in Adair Turner's discussion of credit cycles. Can we, using agency theory and the right regulations, get rid of credit cycles? Or is it basic human nature that, no matter what we do, they will come back in some form?”²¹

Como é possível notar a partir de conclusões extraídas do artigo do economista chefe do FMI (Olivier Blanchard), os nove pontos que resumem o primeiro encontro do FMI – organizado por ele, David Romer, Joseph Stiglitz e Michael Spence – extrapolam a análise de política monetária, permeando inclusive os demais campos da política econômica, como por exemplo: o âmbito fiscalista, cambial, macroprudencial e, em alguns casos, englobando até abordagens do campo microeconômico.

Isso porque, neste primeiro momento, nota-se um alvoroço geral por parte dos economistas frente aos possíveis rumos de política para este novo mundo econômico. A conferência de 2013, em contrapartida, apesar de também tangenciar outros campos do

²¹ BLANCHARD, Olivier. *The future of macroeconomic policy: Nine tentative conclusions*. Publicado em 23 de março de 2011. Disponível em: <<http://voxeu.org/article/future-macroeconomic-policy-nine-tentative-conclusions>>. Acesso em junho de 2017.

conhecimento econômico que não a abordagem monetarista, já permite, por sua vez, a extração de uma análise mais voltada para o campo monetário.

III.2 - Conferência do FMI “ Repensando a Política Macroeconômica II ”, 2013

Em 2013, ocorre a realização de uma nova conferência com a perspectiva de dar seguimento ao debate proposto no encontro inicial, intitulada de “*Rethinking the Macroeconomic Policy II*”. Na Conferência anterior, ainda em 2011, foram discutidas as possíveis mudanças nos rumos de política econômica, sobretudo com ênfase para as economias avançadas. No que confere a política monetária, em particular, a contestação central pairava sobre a abordagem dos bancos centrais que, anteriormente a crise, era baseada em um objetivo (alcançar a taxa de inflação desejada) e único instrumento (a taxa básica de juros), em direção a outra com vários objetivos e instrumentos. É de se notar que ainda permanece a controvérsia em 2013, de modo que, tais convicções econômicas ainda precisam ser testadas.

A grande dúvida a respeito do regime de metas da inflação está no fato de que as políticas monetárias, mesmo tentando manter as taxas de juros muito baixas por longo período de tempo, pareciam não ser eficazes quanto ao crescimento econômico, considerando a inflação em linha com a meta. Durante a crise, e ainda em 2013, cerca de 27 países operavam completamente ancorados em regimes de metas inflacionárias. Uma observação importante a ser ponderada é o fato dos EUA não estarem nessa lista, todavia, o *Federal Reserve* adotou os principais “pontos-chaves” relativos a tais regimes.

O questionamento central ainda permanecia: seria a política de metas de inflação capaz de garantir a estabilidade de preços? A meta de inflação não pode ser encarada como um objetivo em si, mas sim, como facilitadora de um crescimento sustentável. Na verdade, nesta conferência, o pensamento é de que a política monetária, de fato, não era tão eficaz quanto se pensava.

Desta forma, questionou-se em 2013 se tínhamos o modelo correto de inflação. A hipótese seria de que os modelos simplificados podem não ser suficientes para levar em conta que o preço dos ativos se movem mais rapidamente que o de bens e serviços.

Quanto ao câmbio, perguntou-se na época se o banco central deveria ou não se preocupar com a taxa de câmbio. O consenso foi de que os bancos centrais realmente se preocupavam muito com o câmbio como canal de transmissão da política monetária. Ocorre que os outros bancos centrais não ignoram este fato e as políticas monetárias de cada nação

não seriam, portanto, otimizadas, levando a um excesso de oferta de moeda.

Perguntava-se, então, se as autoridades monetárias deveriam trabalhar de modo a aprimorar os modelos existentes ou deveriam, tão somente, mudar a abordagem. Por mais de 30 anos o objetivo dos bancos centrais era estabelecer uma política monetária que proporcionasse estabilidade de preços em longo prazo. Ocorre que a crise tinha levado a questionamentos de como tais autoridades deveriam administrar os *trade-offs* entre estabilidade dos preços, estabilidade da produção e estabilidade financeira, de forma a alcançar os objetivos da macroeconomia. Uma política monetária otimizada era uma escolha de como navegar nos *trade-offs* no curto prazo e, simultaneamente, se certificar de que os objetivos de longo prazo foram alcançados.

A ampla crise bancária da economia havia demonstrado que a política macroeconômica poderia enfrentar um dilema adicional entre garantir o bem-estar do sistema financeiro em médio prazo ou manter a produção em linha com o potencial produtivo e metas de inflação em curto prazo.

A partir da crise, os bancos centrais, normalmente conservadores, passaram a usar instrumentos inéditos, notavelmente inovadores. Como exemplo de ação inédita temos a redução das taxas de juros a praticamente zero. O papel dos bancos centrais passa então a ser questionado e até mesmo a ideia de independência administrativa parece gerar dúvida. Após a crise, os bancos passaram a promover uma inédita expansão monetária nos países desenvolvidos; a base monetária cresce em dimensões sem precedentes.

As novas circunstâncias passaram a exigir dos bancos centrais medidas extraordinárias. São consideradas então três ameaças a sua independência. Primeiramente, estes passaram a ser vistos como “último recurso”. Havia o risco de se prometer mais do que se espera. No entanto, não deixa claro como os limites da política monetária podem gerar desilusão com os bancos. Em segundo lugar, em uma situação com taxas de juros próximas de zero, não há uma distinção clara entre política monetária e política fiscal. Em terceiro lugar o aumento de responsabilidades dos bancos, ao incluir políticas macroprudenciais, fez da independência algo muito mais difícil de definir.

A crise financeira desafiou nosso entendimento sobre os objetivos da política monetária e apontou seus limites. Com o aumento dos instrumentos e das responsabilidades atribuídas a tais órgãos, deixou a questão da autonomia virar mais complexa. Para responder a este ambiente deveríamos ter em mente três princípios importantes. Primeiro, é correto admitir que devam ser os políticos e parlamentares os responsáveis que cabem decidir sobre os objetivos da política monetária. Em segundo lugar, se o banco central deseja alcançar

estabilidade nos preços, seu papel necessita ser totalmente independente. Em terceiro lugar, para proteger esta autonomia, seus limites deveriam ficar bem claros e os bancos deveriam ser cuidadosos com decisões que coloquem em risco os recursos públicos.

Desta conferência de 2013 surgiu uma indagação: a crise revelou que a configuração anterior da política monetária era inadequada e deveria ser revista? Ficou claro que os bancos centrais não estavam preparados para a crise e espera-se agora não somente uma melhor preparação para enfrentar a crise, como também a redução da probabilidade de acontecer de novo.

Não ficou demonstrado que os bancos centrais erraram ao se comprometer com uma meta inflacionária quantitativa. Pelo contrário, as metas inflacionárias durante a crise parecem ter colaborado para a estabilidade da economia. Por outro lado, parece ter-se esvaído a ideia de que a meta inflacionária, por si só, seria suficiente para garantir a estabilidade macroeconômica. Isto, a princípio, seria um ponto de vista muito simplista.

No conflito meta de inflação rígida *versus* meta de inflação flexível, se aposta que uma meta de inflação flexível seria aceitável, desde que não seja negligenciada a real finalidade pela qual esta política, *a priori*, foi estabelecida. Um afrouxamento da política monetária poderia ser bem-vindo, desde que beneficie o crescimento de um PIB não inferior ao que se deseja.

Outro ponto a se destacar sobre a crise é se as autoridades deveriam ter prestado mais atenção ao crescimento dos riscos à estabilidade financeira. Antes da crise, não poderia se pensar na formação de uma bolha, antes que ela se revele. Então, a tese de esperar que o evento ocorra para somente depois usar a política monetária, para corrigir as consequências, não é factível. Faz mais sentido prevenir-se de uma possível instabilidade financeira antes de seu fortalecimento e consolidação, valendo-se da política monetária, ainda que seja uma tarefa difícil.

Considera-se que seria conveniente aperfeiçoar a regulamentação financeira e, em paralelo, desenvolver instrumentos de políticas macroprudenciais. Múltiplos instrumentos seriam bem-vindos e aumentariam a eficiência em perseguir objetivos múltiplos. A política de que a taxa de juros deve ser usada para manter o PIB nominal em um patamar de meta fixo, não deveria ser vista como uma regra infalível. Acrescenta-se que seria razoável que o banco central admitisse o desempenho abaixo do PIB nominal por certo lapso temporal e, no período seguinte, compensasse com um próximo intervalo de crescimento acima da média, alcançando a média global.

Nesta conferência, é cabível a afirmação de que os economistas, em geral, e até o

presente momento, estavam divididos entre duas grandes conclusões gerais, que estão bem explicitadas a partir da concepção dos cientistas econômicos Lucrezia Reichlin e Richard Baldwin.²²

Reichlin e Baldwin (2013) concluem que o regime de metas de inflação ainda é necessário. As expectativas de inflação precisam ser mantidas ancoradas, enquanto as economias avançadas digerem o mal-estar do endividamento. A dívida cria tentações aos governos para socorrer devedores da inflação inesperada, mas o regime de metas de inflação e a independência do banco central são as formas convencionais de manter os políticos longe dessa tentação. A expansão do balanço dos bancos centrais e a permanente criação de moeda é uma opção a ser considerada e usada, mas a credibilidade do compromisso com a meta de inflação de médio prazo não deve ser desfeito. Assim, permanecem as dúvidas sobre a eficácia de tais políticas e, dada a sua natureza quase fiscal, também existem dúvidas sobre como lidar com os desafios que representam para a independência do banco central.

Os economistas citados concluem que, apesar do significativo progresso na pesquisa e na experimentação prática, os contornos da política macroeconômica futura permanecem vagos. Os papéis relativos à política monetária, fiscal e macroprudencial ainda estão evoluindo. Ambos preveem duas estruturas extremas nessa evolução. O extremo menos ambicioso (ou mais conservador) é o retorno ao regime de metas de inflação flexível com o uso ilimitado de instrumentos de política fiscal (para fins de estabilidade macroeconômica) e de instrumentos macroprudenciais (que provaram serem difíceis de usar ou custosos do ponto de vista político).

No extremo mais ambicioso, os bancos centrais poderiam ter um mandato amplo de estabilidade macroeconômica e financeira, usando ativamente muitos instrumentos monetários, macroprudenciais e de política fiscal. O resultado desse desenvolvimento deve provavelmente, depender dos resultados da experimentação. Entre as duas abordagens, suspeita-se que o cenário mais provável está mais perto do conservador do que do mais ambicioso.

III.3 - Conferência do FMI “ Repensando a Política Macroeconômica II ”, 2015

Em 15 e 16 de abril de 2015, ainda na capital Washington, o FMI organizou a terceira e, até então, última conferência, denominada "*Rethinking the Macroeconomic Policy III*".

²² REICHLIN, Lucrezia. *Is inflation targeting dead?* edited by Lucrezia Reichlin and Richard Baldwin [et. al] Central Banking After the Crisis, 2013. Disponível em: <[http://voxeu.org/sites/default/files/file/P248%20inflation%20targeting\(2\).pdf](http://voxeu.org/sites/default/files/file/P248%20inflation%20targeting(2).pdf)> Acesso em maio de 2017.

Embora o progresso na política monetária (e na área macroeconômica em geral) seja inegável, a confusão a respeito dos novos fatos econômicos é inevitável, em vista da complexidade envolvendo questões ainda não resolvidas. Entretanto, é a partir desta conferência que começam a se desenhar os primeiros contornos para as novas abordagens de política monetária. Nesse sentido, as principais lições aprendidas podem ser sintetizadas a partir dos comentários feitos por Blanchard (2015)²³ em dez questionamentos.

i) Qual será a "nova normalidade"?

Durante o desenrolar desta conferência, uma das solicitações de Blanchard aos demais membros do painel consistia em direcionar o debate a respeito das novas abordagens de política monetária não apenas com foco nos atuais desafios políticos, mas nos desafios para uma nova "normalidade". Nesse sentido, cabe ressaltar que a fala de Blanchard assumia, ainda que implicitamente, que esta nova normalidade seria muito parecida com a velha normalidade, um de crescimento apropriado e taxas de juros de equilíbrio positivas. Contudo, a suposição foi contestada na conferência.

Isso porque, conforme o economista mostra, houve o argumento exposto por Ken Rogoff de que a fase econômica a qual estávamos inseridas era um ajustamento do “*debt supercycle*”. O posicionamento seria de que os ciclos financeiros acabariam com o excesso de dívida e que isto, por sua vez, retardaria a recuperação e requereria baixas taxas de juros para manter uma demanda apta. Tomando por base tal visão, Blanchard alega que demoraria um tempo para que o débito *overhang* desaparecesse, mais na zona do euro do que nos EUA, devendo, eventualmente, retornar a uma situação similar à velha normalidade.

Em contrapartida, Blanchard (2015) expõe os argumentos de Larry Summers e que seria a visão mais próxima a do economista, *verbis*:

*“On the other hand, Larry Summers argued that, while debt overhang was clearly relevant, more was going on. He expanded on his secular stagnation hypothesis, arguing that, in the context of a chronic excess of saving over investment, keeping the economy at potential may well require very low or even negative real interest rates. He pointed out that real interest rates had started declining long before the Crisis, and pointed also to the further decline in long rates since he first stated this hypothesis at an IMF conference last year. If he is right, the new normal will not be like the old normal.”*²⁴

Portanto, na visão de Blanchard, com base no trabalho que foi feito no FMI e no

²³ BLANCHARD, Olivier. *Ten Takeaways from the ‘Rethinking Macro Policy. Progress or Confusion?’* Publicado em 25 de maio de 2015. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/hpp/professor.php?p=Francisco-Eduardo-Pires-de-Souza#work>>. Acesso em junho de 2017.

²⁴ BLANCHARD, 2015, *ibid.*

trabalho de outros economistas (FMI 2014), é que o excesso de dívida está efetivamente a desempenhar um papel crucial - embora haja uma variável entre países e tipo de devedor - mas que a diminuição das taxas reais que eram visíveis antes da crise, é passível de se manter no futuro.

ii) Por que a nova normalidade vai ser muito importante para o projeto da política?

Naquele momento, Blanchard afirmou que se Larry Summers estiver certo, haveria implicações políticas importantes no futuro. Para lidar com a nova normalidade, o economista afirma que uma ferramenta mais adequada seria a política fiscal. Dado que, taxas de juros reais de equilíbrios negativas podem tornar impossível o alcance com limite inferior “quase zero”; até se forem positivas, mas ainda próximas de zero, pode criar concessões muito difíceis para a política monetária.

Para o autor, talvez a conclusão mais provocativa da conferência teria sido de Brad DeLong, a seguir exposta:

“If the rate at which the government can borrow (r) is less than the growth rate (g), then, he argued, governments should increase, not decrease, current debt levels. If people value safety so much (and thus the safe rate is so low), then it makes sense for the state to issue safe debt, and possibly use it for productive investment. And if the interest rate is less than the growth rate, debt is safe. The debt- to-GDP ratio will decrease, even if the government never repays the debt.”²⁵

Percebe-se, na concepção de Blanchard, que a linha argumentativa exposta tem limites fortes, uma vez que esta condicionada ao fato da probabilidade de que a taxa de juro ser menor do que a taxa de crescimento, além da questão sobre os determinantes das demandas por ativos seguros. Em particular, se a taxa de juros for menor que a taxa de crescimento global, isto revelaria a presença de uma distorção macroeconômica, em caso dos altos níveis de dívida elevar as chances de múltiplos equilíbrios, crises de rolagem e paradas súbitas.

iii) O que podemos esperar limitar o risco financeiro sistêmico?

Um dos temas implícitos à discussão da regulamentação financeira estava em saber sobre a redução do risco financeiro, não entrando no mérito se teria sido realizado ou não com êxito. Não houve muitas dúvidas de que os novos regulamentos tenham reduzido o risco no sistema bancário, no entanto, alguns membros da discussão, a exemplo de Anat Admati citado por Blanchard, argumentaram que a redução estava longe de ser suficiente, enquanto outros

²⁵ BLANCHARD, 2015, *ibid.*

expuseram que o risco teria sido transferido para o sistema bancário paralelo.

Para Blanchard (2015) a discussão teria se fragmentado:

“The construction of real time systemic risk measures for major banks by the Vlab at NYU, presented by Viral Acharya, shows how much progress has been made in defining and measuring systemic risk, at least in the banking system. Robert Rubin and Philipp Hildenbrand emphasised the heterogeneity of what is meant by shadow banking, and suggested an approach to regulation of the shadow banking system, focused on functions or activities rather than entities. In a nutshell, if it involves maturity transformation, liquidity mismatch, and leverage, then it is banking and needs to be regulated.”²⁶

Outro tema seriam os efeitos involuntários da regulação; Blanchard apontou a argumentação de Acharya sobre os pesos de risco regulatórios incorretos que levaram o risco sistêmico a permanecer muito alto no sistema bancário europeu. Além, cita-se que Rubin e Caruana discutiram os efeitos da regulamentação sobre o papel reduzido dos tradicionais criadores de mercado e a consequente diminuição da liquidez do mercado.

iv) A política monetária deve voltar aos seus velhos caminhos?

No período anterior à crise de 2008-9, o cenário era que os bancos centrais dos países mais avançados convergiram para um quadro comum. Conforme expõe Blanchard (2015), parte dos países tinham uma proposta única de solução, com a manutenção de uma inflação baixa e estável, e outros apresentam uma dupla orientação, além dos níveis baixos e constantes da inflação, também manter a economia funcionando em potencial. O principal instrumento apontado pelo economista foi ancorar a estrutura de prazo das taxas de juros.

Segue indagações de Blanchard (2015) quanto à manutenção ou não do quadro:

“Should this framework be maintained? Ben Bernanke’s answer was largely yes. Once economies were out of the zero lower bound, most of the programmes introduced during the Crisis should be put back on the shelf, ready to be used only if there was another sufficiently adverse shock. The main instrument of monetary policy should again be the federal funds, or, if the central bank wanted to maintain a larger balance sheet and induce banks to hold excess reserves, a combination of the federal funds rate, a repo rate, and the rate on excess reserves.

Bernanke, however, raised the issue of composition and size of the balance sheet of the central bank in the new normal, and the issue was taken on by others, in particular Ricardo Caballero. With respect to composition, if, as some argue, there is a ‘safe asset shortage’, does it make sense for central banks to hold, as they did, a large amount of those safe assets? Wouldn’t it be better for the central bank to hold other assets, and leave those safe assets in private sector hands?

²⁶ Idem.

With respect to size, if the central banks are in a unique position to be able to supply safe assets, shouldn't they do it? I see this discussion as having just started, raising deep issues about the private demand for safe assets, and the potential role of central bank in this context, both in advanced economies and emerging markets.

*One question in this context is what is behind the demand for safe assets. Caballero remarked that if the demand for safe assets is a demand for hedges against macroeconomic fluctuations, long bonds may actually be safer than short bonds or cash. They are more likely to go up in price when times are bad (and the central bank decreases interest rates), thus providing a better hedge against macroeconomic fluctuations. But if the demand is instead for assets with known collateral value, investors will want short bonds. In the first case, the central bank should hold short bonds and leave the long bonds in private hands (the old normal); in the second, the conclusion is the reverse.*²⁷

v) Regras do instrumento

Durante a conferência, outra importante abordagem resultante foi sobre o papel das "regras dos instrumentos", o que levou, segundo Blanchard, a um debate entre os argumentos de Bernake e John Taylor. Taylor afirmou que o fator chave na crise global foi resultante do desvio pelo FED de uma política baseada em regras, juntamente com um processo regulatório que rompeu com preceitos de segurança e solidez; apontou-se a necessidade, portanto, de um retorno rápido a uma política baseada em regras para os instrumentos, o que ele chamou de "re-normalização" da política monetária.

Em contrapartida, Bernanke discordou sob o argumento de que, no mundo multiforme em que vivemos, a regra correta seria muito complexa e manter rigidamente uma regra simples não teria eficácia. Para ele, a maneira de se prosseguir seria julgar o Banco Central sobre como ele cumpre seu mandato, em vez de exigir que ele siga uma regra simples.

vi) Instrumentos macroprudenciais ou regulamentação financeira

A definição sobre o que seriam ferramentas macroprudenciais surgiu com Paul Tucker, sugerindo que: *"The choice of dynamically adjusting regulatory parameters so as to maintain systemic resilience"*²⁸. Blanchard afirma que, embora seja uma definição pesada, possui utilidade. Para ele, a principal diferença entre os instrumentos macroprudenciais e a regulamentação financeira era o fato de que as primeiras se ajustariam de forma dinâmica e a segunda não.

Nesse sentido, acrescentou:

²⁷ BLANCHARD, 2015, *ibid.*

²⁸ BLANCHARD, 2015, *ibid.*

“The issue of when one should go for ‘dynamically adjusted’ tools, or simply for tougher financial regulation (say, go for variable capital ratios or, instead, for higher but constant capital ratios), which I see as central, was not discussed in this form. Tucker, however, argued for the use of macro prudential tools to deal with ‘exuberance’, not necessarily for fine tuning in more normal times. Rubin remarked that we were not very good at telling when times were exuberant rather than normal.”²⁹

Além destes pontos houve a discussão sobre os papéis relativos da política monetária e das ferramentas macroprudenciais:

“From a macro viewpoint, Shin argued, one could think of both as affecting the demand and the supply of credit. From a financial viewpoint, one could think of monetary policy as a general instrument, and macro prudential as specific instruments. During the discussion, Lars Svensson (2015) argued that a simple cost-benefit analysis suggests that monetary policy is a very poor instrument to deal with financial risk. In a cost-benefit analysis of the Swedish case that uses Riksbank estimates, the unemployment cost of increasing the interest rate far exceeds the benefits of a potentially better future macro outcome from a potential reduction in the probability and severity of a Global Crisis. I found his arguments convincing.”³⁰

vi) Os Bancos Centrais devem manter a sua independência?

Ao longo da conferência, houve a preocupação, pelos formuladores de políticas, no que diz respeito ao elevado fardo imposto à política monetária na crise financeira, além do perigo existente na reação política contra os bancos centrais. Blanchard compartilha que, embora tenha tido um recuo da crise, ainda persistia a alta responsabilidade dos bancos centrais para a regulação financeira, a supervisão financeira e o uso de ferramentas macroprudenciais.

Embora até mesmo o uso da taxa de política tenha implicações distributivas, essas implicações são muito mais relevantes no caso de instrumentos regulatórios ou macroprudenciais, como a relação empréstimo-valor. O consenso geral foi de que essas implicações distribucionais não podiam ser ignoradas e que, embora os bancos centrais devessem manter total independência em relação à política monetária tradicional, isso não pode ser o caso da regulamentação ou das ferramentas macroprudenciais.

viii) Pouco progresso no desenho da política fiscal

A principal resistência ao uso da política fiscal como uma ferramenta de política macroeconômica estava no fato de que recessões não duraram muito tempo e, quando

²⁹ Idem.

³⁰ Idem.

medidas fiscais foram implantadas de forma discricionária, era tarde demais para evitar ou remediar a crise financeira.

Conforme expõe Blanchard (2015):

“Martin Feldstein made the point that some recessions, in particular those associated with financial crises, are long enough that discretionary policy can and should be used. He noted, however, that fiscal activism need not mean changes in the overall budget deficit or surplus, but may come from changes in the composition of the budget, for example, an increase in the investment tax credit financed by an increase in corporate taxation.

Interestingly, despite questions by the chair of the session, Vitor Gaspar, on potential improvements in the design of automatic stabilisers (based on the very interesting chapter 2 of the April 2015 IMF’s Fiscal Monitor), the issue did not register, and I am still struck by the lack of action on this front. The likely reason is that, for the time being, the focus on most governments is on debt reduction, on the right speed of fiscal consolidation. Even there, however, there has been little work, and even less action on the design of fiscal rules. In that respect, an interesting remark by Marco Buti was that the excessive number and complexity of the EU rules reflects in part the relative weakness of the European Commission in making sure countries actually implement them.’³¹

ix) Os efeitos complexos dos fluxos de capitais

A complexidade dos efeitos a respeito dos fluxos de capital foi algo que impressionou a muitos economistas, principalmente, Blanchard. Neste sentido, o fenômeno da globalização conjuntamente com o crescimento dos passivos e ativos brutos das economias impõe que alterações nos fluxos podem variar em larga escala. Ainda segundo Blanchard, os oradores dessa sessão (Cartens, Obstfeld, Silva e Rajan) alegaram que tais efeitos vão além da mera questão de mudanças nas taxas de câmbio, de forma a afetar a economia financeira doméstica, para o bem ou para o mal. Esta conclusão tem uma implicação clara, a saber, que as políticas de "mãos-livres" não são a solução. Desta forma, acrescenta Blanchard:

“I see this as one area where the rethinking has been striking, say compared to ten years ago. There was wide agreement that macroprudential tools can decrease the adverse effects on the banking system. There was also agreement that FX intervention can be a useful tool, at least to stabilise the exchange rate. Pereira da Silva argued for a pragmatic approach in Brazil centred on these. But there was no agreement on capital controls. Carstens was against, arguing that, at least for Mexico, which is highly integrated with the US, capital controls have more costs than benefits and should be avoided. To me, capital controls are not fundamentally different from macroprudential tools; the rules for investors have to be clear, both ex ante and ex post’.³²

³¹ BLANCHARD, 2015, *ibid.*

³² BLANCHARD, 2015, *ibid.*

x) *Quanto pode o sistema monetário internacional ser melhorado?*

Em relação à concepção do sistema monetário internacional, Caballero abordou a demanda de ativos seguros por parte dos países emergentes e defendeu uma melhor provisão de liquidez internacional pelo FMI e pelos bancos centrais. Não só isso seria desejável por si só, mas, relacionando-o com a discussão anterior, também levaria a um aumento da taxa real segura mundial e aliviar as preocupações sobre a estagnação secular.

No que confere o arranjo do sistema monetário internacional e suas possíveis melhorias, houve muita dispersão entre as propostas apresentadas, a exemplo, Caballero abordou a demanda de ativos seguros por parte das economias emergentes e defendeu a melhora na provisão de liquidez internacional pelo FMI e pelos bancos centrais. Já Obstfeld argumentou que todo acordo de taxa de câmbio possui certo grau de imperfeito, porém o uso de um flutuador gerenciado ainda era provavelmente o melhor arranjo para grande parte das economias. Sendo assim, outra pergunta surgiu: como ajustar o mandato dos bancos centrais com o fato de que as políticas monetárias podem promover grandes efeitos de *spillover* nas demais economias, o que potencialmente levaria a um mau resultado global?

Para responder a esta questão, Caruana defendeu o "auto-interesse esclarecido", baseado na noção de que os países de origem deveriam, em seu próprio interesse, levar em conta os *spillbacks* de suas políticas. Entretanto, os *spillbacks* podem ser limitados, e levá-los em consideração pode ainda não induzir comportamento consistente com uma melhoria do quadro global.

Ainda nesta mesma linha, uma segunda questão surge estreitamente relacionada com a natureza exata dos *spillovers*. Exposto mais formalizadamente, o equilíbrio de Nash - que surge quando cada Banco Central tenta cumprir seu mandato em função das ações de outros bancos centrais - é subótimo em relação a um equilíbrio cooperativo. Contudo, para se defender de tais críticas, Aziz argumentou que esses *spillovers* eram mal compreendidos, de modo que a melhor compreensão levariam a menos desentendimentos e atritos entre as economias avançadas e emergentes.

CONCLUSÃO

Os novos desafios que emergem para o mundo pós-crise 2008-9, no sentido da consolidação de um arcabouço teórico capaz de guiar uma boa e nova condução de política monetária são inúmeros, complexos e, por vezes, de opiniões opostas entre os economistas das mais variadas escolas de pensamento.

O esclarecimento e a comparação das políticas monetárias dos Estados Unidos no período anterior à crise de 2008-9 e as subsequentes propostas para a condução de uma política monetária é elementar para visualizar os possíveis rumos da economia.

Ante as transformações decorrentes do sistema financeiro moderno, analisar as propostas para uma nova política monetária é de fundamental importância, com destaque aos debates econômicos contemporâneos realizados nas três conferências do FMI que sucederam a mencionada crise financeira econômica global, realizadas nos anos de 2011, 2013 e 2015.

Sendo assim, verifica-se a importância da fomentação dos debates em âmbito global, com o intuito de traçar caminhos e alternativas para a atuação dos países, de modo a adequar-se constantemente à nova realidade econômica. Além, é fundamental o incentivo à recuperação das economias e estimular reformas, visto que há um mundo novo, complexo e desafiador inserido em um quadro macroeconômico ainda em formação.

Com a profunda crise financeira ocorrida no final da década passada evidenciou-se consequências que se estendem até os dias de hoje, gerando dúvidas quanto às teorias da política monetária, anteriormente praticadas. Revisões da teoria são imprescindíveis e trazem à tona inúmeros questionamentos, os quais não possuem respostas precisas, uma vez que o tempo e o mercado dia após dia vão demonstrando se as previsões e estratégias estão corretas.

Em particular, dentre diversos locais e encontros que se dedicaram ao tema desde o ano de 2008, as conferências realizadas no FMI, sob a liderança do economista chefe da instituição Olivier Blanchard, tiveram grande repercussão no debate econômico contemporâneo, ao forçar os formuladores de políticas econômicas a revisar conceitos.

Percebe-se que o debate está longe de chegar ao *status* de “finalizado” – e, talvez, nunca chegue a tal ponto, visto que a cada novo encontro o que poderá ser percebido é que o tema sempre fornecerá um salto para a discussão de novas questões, atualizadas frente à realidade econômica. E ressalta-se que isto é fundamental, uma vez que o modelo econômico deve ser pautado em constantes revisões.

Em suma, as discussões no âmbito do FMI tiveram como objetivo não sugerir medidas específicas para serem tomadas no momento do debate, mas sim colocar em análise princípios gerais que podem ser usados como base para guiar a política macroeconômica no futuro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BLANCHARD, Olivier. *Ten Takeaways from the 'Rethinking Macro Policy. Progress or Confusion?* Publicado em 25 de maio de 2015. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/hpp/professor.php?p=Francisco-Eduardo-Pires-de-Souza#work>>. Acesso em junho de 2017.

BLANCHARD, Olivier. *The future of macroeconomic policy: Nine tentative conclusions.* Publicado em 23 de março de 2011. Disponível em:<<http://voxeu.org/article/future-macroeconomic-policy-nine-tentative-conclusions>>. Acesso em junho de 2017.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. *Economia monetária financeira: teoria e política / Fernando J. Cardim de Carvalho ... [et al.]*. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2007 – 6ª reimpressão.

FILHO, Ernani Teixeira Torres. *Entendendo a crise do subprime.* Revista Visão de Desenvolvimento – BNDES nº 44, em 18 de janeiro de 2008. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao_44.pdf>. Acesso em maio de 2017.

JUNIOR, Gilberto Rodrigues Borça Junior. *Analizando a Crise do Subprime* – Gilberto Rodrigues Borça Junior, Ernani Teixeira Torres Filho, revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008.

LICHA, Antonio Luis. *Teoria da política monetária: uma abordagem em nível intermediário / Antônio Luis Licha* – Rio de Janeiro, RJ : Alta Books, 2015.

RODRIK, David. *Rodrik Presentation IMF Macro Conference.* Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/DR2presentation.pdf>>. Acesso em maio de 2017.

ROMER, Paul. *Process, Responsibility and Myron's Law.* IMF Macro Conference, 2011. Disponível em:< <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/PMRpresentation.pdf>>. Acesso em maio 2017.

SPENCE, Michael. *Growth in the post crisis world.* IMF Macro Conference, 2011. Disponível em:< <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/MS2presentation.pdf>>. Acesso em maio 2017.

STIGLITZ, Joseph. *O que nós aprendemos: a política macroeconômica no pós-crise / editado por George Akerlof ... [et. al.]*. – Rio de Janeiro, RJ: Alta Books, 2016, p. X.

SUMMERS, Lawrence H. *The age of Secular Stagnation. How to survive slow growth, march/april 2016.* Disponível em:<http://www.ie.ufrj.br/intranet/ie/userintranet/hpp/arquivos/291020162445_foreignaffairs_march2016lawrencesummers.pdf> Acesso em maio de 2017.

US GOVERNMENT; FCI, (2011). *The Financial Crisis Inquiry Final Report*, January 2011, Washington, D.C.