

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A CRISE DO SUBPRIME E O PAPEL DAS POLÍTICAS
MONETÁRIA E FISCAL**

DALILA CAMPOS AZEREDO
matrícula nº: 108052426

ORIENTADOR(A): Prof^a. Ana Cristina Reif

Janeiro 2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A CRISE DO SUBPRIME E O PAPEL DAS POLÍTICAS
MONETÁRIA E FISCAL**

DALILA CAMPOS AZEREDO

matrícula nº: 108052426

ORIENTADOR(A): Profa. Ana Cristina Reif

Janeiro 2019

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

RESUMO

O presente trabalho faz uma análise teórica e empírica das políticas econômicas utilizadas na crise do *subprime*, buscando examinar o suporte teórico aos pacotes de política monetária e fiscal utilizados para trazer a economia de volta ao seu funcionamento normal, e os dados empíricos acerca dos mesmos. Adicionalmente, apresenta-se uma crítica acerca do consenso dominante no período e o debate sobre a necessidade de uma possível revisão do papel das políticas monetária e fiscal.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	07
CAPÍTULO I - CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E A REVISÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA	09
I.1 LIMITES DA POLÍTICA MONETÁRIA CONVENCIONAL	10
I.2 CRISE NOS EUA E PMNC	17
I.2.1 PMNC: INSTRUMENTOS E MECANISMOS DE TRANSMISSÃO – ANÁLISE TEÓRICA.....	18
I.2.2 PMNC: INSTRUMENTOS E RESULTADOS – EVIDÊNCIA EMPÍRICA	26
I.3 DEBATE SOBRE O PAPEL DA PM À LUZ DA CRISE	35
CAPÍTULO II - CRISE E A REVISÃO DA POLÍTICA FISCAL.....	41
II.1 O DEBATE SOBRE A EFICÁCIA DA PF.....	42
II.2 CRISE NOS EUA E O USO DA POLÍTICA FISCAL.....	53
II.3 DEBATE SOBRE O PAPEL DA PF À LUZ DA CRISE	67
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	69
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	71

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA I: POLÍTICA MONETÁRIA NÃO-CONVENCIONAL	19
FIGURA II: FROM FISCAL STIMULUS TO FISCAL AUSTERITY.....	60

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO I: SPREAD LIBOR-OIS DE 3 MESES	27
GRÁFICO II: LARGE-SCALE ASSET PURCHASE PROGRAMS (LSAP) - JAN/2007 A DEZ/2013.....	32
GRÁFICO III: EXPECTATIVA DA DATA DE ALTERAÇÃO DA TAXA DE JUROS.....	33
GRÁFICO IV: FISCAL MULTIPLIER ESTIMATES	58

INDICE DE TABELA

TABELA I: ESTIMATIVA DE IMPACTO DA COMPRA DE US\$ 600 BILHÕES EM TÍTULOS DE LONGO PRAZO DO TESOURO	34
TABELA II: POLICY RESPONSES TO THE GREAT RECESSION BOOSTED GDP AND JOBS AND REDUCED UNEMPLOYMENT.....	56

ÍNDICE DE QUADROS

QUADRO I: ESTRUTURA ANALÍTICA DA POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL	24
QUADRO II: CARACTERÍSTICAS GERAIS DAS POLÍTICAS DE CRÉDITO – AGOSTO DE 2007 A DEZEMBRO DE 2013	30
QUADRO III: FISCAL STIMULUS DURING THE GREAT RECESSION (BILLIONS OF DOLLARS)	54
QUADRO IV: ECONOMIC IMPACT OF NO FISCAL STIMULUS	62
QUADRO V: COST OF FEDERAL GOVERNMENT RESPONSE TO THE FINANCIAL CRISIS (BILLIONS OF DOLLARS)	66

INTRODUÇÃO

O desenvolvimento do capitalismo tem mostrado que as crises são intrínsecas a este sistema, fazem parte do seu curso natural e que em algum momento ela chegará, mesmo sendo difícil sua previsão, constituindo material de estudo de diversos economistas. Portanto, o foco deste trabalho será a crise americana do *subprime*, com o objetivo de analisar como aconteceu a intervenção do Estado a partir de políticas econômicas para tentar trazer a economia de volta ao seu curso e aliviar as consequências para os diversos setores. Apesar do governo ter lançado um grande pacote fiscal, a crise americana foi marcada pelo uso intensivo de política monetária, devido às influências do consenso macroeconômico dominante no período.

A grande depressão de 2008 tem sua origem no mercado de títulos *subprime*¹, que possui uma grande importância para o sistema de crédito americano, o que facilitou que os efeitos se espalhassem para vários outros setores. Ao mesmo tempo, a forte financeirização, cada vez mais presente na economia mundial, permitiu que todo o sistema financeiro se encontrasse comprometido.

A crise pode ser dividida em dois momentos: o primeiro foi marcado pelo anúncio do banco francês *BNP Paribas* da suspensão provisória dos saques de um de seus fundos de investimentos lastreado em hipotecas *subprime*, revelando os problemas de liquidez que o mercado estava sofrendo. O segundo foi marcado pelo alastramento da crise para o mercado de crédito, onde começou a afetar o *mainstreet*, o setor produtivo da economia.

O *Federal Reserve (Fed)*, Banco Central americano, foi um ator de peso durante toda a crise e usou concomitantemente política monetária convencional e não convencional, antes experimentada apenas na recessão japonesa. A política convencional é liderada pela manipulação da taxa de juros básica (*Fed Funds*), que rapidamente chegou próximo a zero, evidenciando que seriam necessárias outras medidas para combater os efeitos da crise. Já no rol das políticas não convencionais, temos o aumento da provisão de liquidez através de diversos mecanismos inovadores, como os leilões de fundos e empréstimos a outros bancos centrais por meio de *Swaps* cambiais.

¹ Subprime foi o nome dado aos empréstimos imobiliários com considerável risco de inadimplência, uma vez que os tomadores destas hipotecas não tinham, muitas vezes, condições de honrar nem com as primeiras parcelas dos empréstimos. Em apurações realizadas posteriormente ao colapso financeiro, foi comprovado que diversos mutuários fizeram mais de uma hipoteca, sem ao menos precisar comprovar renda.

O *Fed* começou a reverter as políticas durante o primeiro semestre de 2008, quando em setembro deste mesmo ano, o banco *Lehman Brothers* decreta falência, obrigando a autoridade monetária a intensificar o uso de suas políticas para evitar que a crise se alastrasse e o pânico se generalizasse. A partir deste momento, algumas medidas mais enérgicas foram tomadas, como a intervenção indireta do governo americano para salvar bancos e seguradoras, como o *Bear Stearns* e a *AIG*, além da compra de títulos em larga escala, conhecido como *Quantitative Easing Policy (QE)*. Uma outra ação foi a clara comunicação do Fed com o público sobre suas ações, que passou a informar com frequência a mudança na taxa de juros, tal como a intenção de deixá-la no patamar zero durante algum tempo.

Já a política fiscal foi representada principalmente pelo *American Recovery and Reinvestment Act (ARRA)*, um pacote de incentivos fiscais de cerca de 800 bilhões de dólares, com o objetivo de salvar os empregos existentes e criar outros. O plano também contemplava investimento em infraestrutura, educação, saúde, energia e a criação de programas temporários de ajuda aos que foram mais afetados pela crise.

Diversos autores realizaram estudos sobre a eficácia de tais instrumentos sobre as variáveis macroeconômicas, chegando a conclusões diversificadas e, algumas vezes, contraditórias. Este trabalho tem o objetivo de analisar quais foram esses mecanismos e seus efeitos para reerguer uma das maiores economias mundiais em uma de suas piores recessões, além de fazer uma análise sobre o papel das políticas econômicas pós-crise, olhando a dominância inicial da política monetária e uma possível ascensão da política fiscal diante da dificuldade da primeira em combater a crise. Para tanto, o trabalho estará organizado em dois capítulos, além desta introdução e uma conclusão.

O tema do primeiro capítulo é a política monetária e está dividido em três seções: a primeira faz uma análise teórica necessária para a compreensão das políticas que foram implementadas durante a crise, enquanto a segunda buscou os resultados empíricos dos instrumentos utilizados sobre as variáveis reais. A terceira seção faz uma análise do debate teórico sobre o papel da política monetária à luz da crise. O segundo capítulo, também dividido em três seções, fala sobre a política fiscal durante a crise do *subprime*. A primeira seção traz uma discussão sobre as diferentes correntes teóricas que tratam dos efeitos de uma expansão fiscal sobre as variáveis macroeconômicas, enquanto a segunda buscou analisar as respostas da economia aos impulsos fiscais realizados. A última seção aborda o debate sobre o papel da política fiscal após a crise.

CAPÍTULO I - CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E A REVISÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Além da crise do *subprime*, a crise japonesa de 1990 e a bolha das empresas “pontocom” nos Estados Unidos são outros grandes exemplos de crises que foram combatidas dando uma forte ênfase na política monetária. Entretanto, para alguns economistas que escreveram sobre esses episódios, como Ben Bernanke e Paul Krugman, fica claro que a política monetária convencional pode não ser suficiente para combater os efeitos de uma recessão mais profunda, como foi o caso nipônico na década de 1990 e americano de 2008.

Em ambas as crises, as autoridades monetárias foram postas à prova para a criação de novos mecanismos que pudessem afetar as variáveis reais da economia, mesmo esgotando o instrumento mais tradicional da política monetária, que é a taxa de juros². Nas duas recessões, a taxa de juros básica chegou a níveis muito próximos a zero – chamada de *Zero Lower Bound*. Os EUA puderam ainda contar com a experiência japonesa a partir das tentativas e erros do país asiático em acertar nas melhores medidas para trazer a economia ao seu funcionamento normal, além do presidente do Banco Central americano ser apontado como a pessoa ideal para o cargo, pois é considerado um grande estudioso da crise de 29, com trabalhos publicados sobre possíveis medidas a serem adotadas em situações em que a economia não responde aos estímulos usuais.

Dito isto, é interessante a análise acerca dos instrumentos convencionais da política monetária e o entendimento do porquê e como esses instrumentos se esgotam, deixando de impactar as variáveis reais da economia e oferecer uma saída para a recessão. Em suma, na sequência deste capítulo será feita uma reflexão acerca das limitações da política monetária convencional, a partir da exposição dos objetivos e instrumentos do Banco Central (BC), os canais de transmissão, bem como o arcabouço teórico necessário para entender o seu esgotamento.

Posteriormente, será dado ênfase ao episódio da crise do *subprime*, buscando entender como funcionou a saída escolhida, conhecida como política monetária não convencional. Será

² Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. SARAIVA, J. P. 2014; p. 27.

feita uma análise das fases da crise, assim como dos principais instrumentos utilizados e quais foram os resultados pretendidos e os que de fato foram alcançados.

I.1 LIMITES DA POLÍTICA MONETÁRIA CONVENCIONAL

O Banco Central tem a sua disposição alguns instrumentos para atingir os seus objetivos finais, que podem compreender além da estabilidade dos preços, crescimento econômico, equilíbrio do câmbio e nível de emprego. Os instrumentos de política monetária convencionais (PMC) são os recolhimentos compulsórios, o redesconto e as operações de mercado aberto – *Open Market*. O primeiro se refere ao volume de reservas que os bancos comerciais são obrigados a manter em sua conta no Banco Central, enquanto o segundo trata dos empréstimos que a autoridade pode fazer aos bancos para socorrê-los em momentos de dificuldade de liquidez. O último, e certamente mais usado, se refere às compras/vendas de títulos que o BC faz juntos às instituições bancárias.

A partir desses instrumentos, o Banco Central consegue alterar a quantidade de reservas disponíveis para os bancos e, em função da maior ou menor disponibilidade de reservas, os bancos determinam a taxa de juros praticada no mercado interbancário (taxa *overnight*). Os efeitos de uma alteração da taxa de juros provocada pela política monetária sobre a economia são transmitidos por meio de três canais principais, sendo eles: i) variação do preço dos ativos, ii) o canal do crédito e iii) o canal do câmbio³.

Quando o Banco Central provoca queda na taxa de juros, o preço dos títulos aumenta, portanto, seus detentores estão em posse de um ativo mais valioso e por isso entendem que estão mais ricos e podem gastar mais em bens e serviços. Este seria tradicionalmente compreendido como o efeito riqueza por meio do qual a política monetária pode afetar a demanda agregada⁴.

Além disso, quando o agente decide aonde alocar seus recursos, ele analisa o custo e o retorno de cada aplicação. Em uma situação de aumento da taxa de juros de curto prazo, tendo

³ CARVALHO, F.J.C. et al. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política, 2000; cap. 14.

⁴ *Id. Ibid.*

em vista que títulos de maturidade maior requerem maior taxa de juros para compensar os riscos e a falta de liquidez de quem está adquirindo tais papéis, o agente estará desmotivado a adquirir títulos de prazo mais longo, pois a compensação para o risco e para a falta de liquidez diminuiu quando diminuiu o *spread* entre as taxas de curto e longo prazo. Isso gera uma tendência à recomposição do portfólio em direção a títulos de curto prazo⁵, com queda no preço e aumento da taxa de juros dos títulos de longo prazo, a qual realmente influencia as decisões de investimento e afeta as variáveis reais da economia. Taxas de juros mais baixas, tornam aplicações financeiras menos atrativas, levando alguns investidores a adquirirem bens de capital com a expectativa de retornos maiores.

Tobin complementa esta explicação enfatizando o efeito que a política monetária pode ter sobre o mercado acionário. No que diz respeito à alocação entre títulos de dívida e títulos de propriedade, Tobin argumenta que uma política monetária contracionista, ao elevar o retorno dos títulos de dívida, concorrentes com as ações, também influencia a composição dos portfólios dos agentes, com impactos potenciais sobre as decisões de investimento. Tobin criou uma relação entre o valor de mercado das ações de uma empresa e o seu custo de reposição do capital, tal relação ficou conhecida como *q* de Tobin. Quando o *q* é maior que 1, isso demonstra que determinada empresa consegue “gerar um excedente sobre seu próprio valor”⁶, estimulando que ela expanda suas atividades e gere impacto positivo sobre a atividade econômica como um todo. Temos, então, que uma política monetária contracionista, ao reduzir a demanda por ações, diminui o *q* de Tobin e impacta as variáveis reais da economia.

Ou seja, o primeiro canal de transmissão, o canal de ativos, impacta a economia através de modificação dos níveis de consumo, pelo efeito riqueza, assim como o investimento, pela realocação do portfólio dos agentes⁷.

Algumas economias, incluindo alguns países desenvolvidos, utilizam os bancos ainda como principal fonte de financiamento, em casos como esse, o canal do crédito acaba sendo um importante meio que a autoridade monetária pode utilizar. Nesse caso, o objetivo é baratear ou encarecer o valor do crédito, isso pode ser feito através da alteração da taxa de redesconto,

⁵ *Id. Ibid.*

⁶ CARVALHO, F.J.C. et al. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política, 2000; cap. 8.

⁷ Isso pode ser observado na crise americana como Froyen explicita: “Na crise financeira, quando o valor dos ativos de risco declinou, os consumidores cortaram os gastos. Um exemplo desse declínio da riqueza foi a queda nos preços das ações. A média do Dow Jones caiu de 14.000 para 7.000 entre o verão de 2007 e a primavera de 2009”. FROYEN, Richard T. Macroeconomia. São Paulo: SARAIVA, 2002. 5ª ed; p. 226.

sinalizando aos bancos que pagariam um valor maior ou menor para recorrer à autoridade monetária, ou através da modificação dos níveis de depósito compulsório e ainda pela taxa de juros com o uso do instrumento de *Open Market*, alterando a disponibilidade de liquidez no mercado interbancário. Em uma situação de maior disponibilidade de reservas, os bancos tenderiam a baratear o crédito para aumentar sua base tomadora⁸.

O terceiro e último canal de transmissão está ligado à liberalização da conta de capitais do balanço de pagamentos, movimento que se intensificou a partir dos anos 70, levando os países a uma maior integração financeira e o fim das fronteiras para o investimento externo. Sendo assim, países com taxas de juros mais elevadas, se tornaram mais atrativos para quem faz investimento estrangeiro. A consequência é a entrada de capitais internacionais nos países e valorização da moeda doméstica, com impactos negativos para as exportações e positivos para as importações⁹. Com o aumento das importações, a tendência é o barateamento dos produtos domésticos. Este mecanismo é muito utilizado quando o Banco Central quer buscar uma estabilidade dos preços e combater a inflação.

Agora que foram analisadas as diferentes formas de como a autoridade monetária impacta na taxa de juros na tentativa de afetar as variáveis reais da economia, é interessante analisarmos algumas teorias que tratam da efetividade da política monetária para retirar uma economia da recessão.

Keynes repensou a função da moeda e adicionou mais três motivos para sua demanda¹⁰, além do uso para transação, sendo eles: motivo precaução, especulação e, posteriormente à Teoria Geral, o motivo financiamento.

O motivo precaução está relacionado às incertezas sobre o futuro da economia e, portanto, os agentes retêm uma certa quantidade de moeda para se precaver de um futuro incerto que os espera. Em momentos de crise, é provável que os agentes aumentem sua retenção de moeda.

O segundo motivo está relacionado às expectativas dos agentes, com relação ao comportamento futuro da taxa de juros. À medida que a taxa de juros está baixa e o preço dos

⁸ CARVALHO, F.J.C. et al. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política, 2000; cap. 14.

⁹ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p. 28.

¹⁰ CARVALHO, F.J.C. et al. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política, 2000; cap. 4.

títulos mais alto, existe uma expectativa de que a taxa de juros aumente no futuro, enquanto o preço dos títulos deve cair. Portanto, os agentes reterão moeda no presente para comprar os títulos na baixa. Os agentes com esse comportamento são denominados ursos, enquanto aqueles em situação contrária, que acham alta a taxa de juros presente, logo têm baixa retenção de moeda, são os touros, à espera que a taxa de juros diminua e o preço dos títulos aumente¹¹.

O terceiro motivo, que foi pensado por Keynes posteriormente à publicação da Teoria Geral, diz respeito a uma provisão de liquidez temporária que o capitalista tende a fazer para realizar compras de bens de capital. À medida que estas compras são de grande porte e demandam um vultoso volume de dinheiro, o capitalista se prepara com bastante antecedência. Mas logo que a compra é realizada, esse valor retorna ao circuito econômico. Pode-se dizer que este motivo está relacionado ao nível de investimento da empresa.

Em resumo, podemos dizer que a demanda por moeda em Keynes está sintetizada na equação abaixo¹².

$$M_d = L_1(Y) + L_2(r) + L_3(\bullet) + L_4(I)$$

Neste contexto, a teoria Keynesiana introduz o conceito de preferência pela liquidez, dizendo que a moeda é um ativo como qualquer outro título, mas que possui o grande diferencial de ser o mais líquido de todos e, por isso, os agentes em muitas situações preferem retê-la ao invés de realizar uma aplicação que lhes pague juros. Nesse sentido, a taxa de juros é o prêmio pela renúncia à liquidez e não a taxa que representa o prêmio pelo adiamento do consumo, como diziam os clássicos.

Para Keynes, a moeda circula entre os meios industrial e financeiro, enquanto no primeiro ela exerce o papel de meio de troca para a compra de bens de capital, no segundo ela realiza o papel de ativo e concorre com os demais ativos, inclusive bens de capital¹³. Quando o Banco Central aumenta a liquidez do mercado interbancário, faz cair a taxa de juros de curto prazo, levando a uma realocação do portfólio dos agentes. O objetivo é fazer a moeda migrar

¹¹ *Id. Ibid.*

¹² CARVALHO, F.J.C. *et al.* Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política, 2000; p. 55.

¹³ CARVALHO, F.J.C. *et al.* Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política, 2000; cap. 4.

do setor mais líquido – financeiro – para o mais ilíquido – industrial. Portanto, a política monetária em Keynes funciona quando este circuito é completado, quando os agentes realocam seu portfólio a fim de adquirir ativos menos líquidos, em particular, bens de capital, que são ativos cuja produção impulsiona a atividade econômica.

No entanto, para o autor não é certo que o aumento de liquidez do mercado será direcionado para o setor de atividade produtiva. Sobre isso, Keynes diz que: “Contudo, se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos que podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios.”¹⁴ Tais percalços estão relacionados à trajetória da moeda no circuito econômico e às decisões dos agentes a partir de um aumento de liquidez na economia.

Quando a economia se encontra em uma situação em que todo o volume adicional de moeda é absorvido pelos agentes, seja por incerteza ou para especulação, refletindo elevada elasticidade-juros da demanda por moeda, ela está na chamada armadilha da liquidez. Nesse ponto, que, em geral ocorre quando a taxa de juros está muito baixa, os agentes se tornam extremamente sensíveis a alterações na taxa de juros e a política monetária expansionista é ineficaz. Esse conceito, também abordado por outros autores posteriores a Keynes, foi importante para entender os limites da política monetária. Krugman entende que isso acontece quando a taxa de juros se situa na fronteira zero:

*“A liquidity trap may be defined as a situation in which conventional monetary policies have become impotent, because nominal interest rates are at or near zero: injecting monetary base into the economy has no effect, because base and bonds are viewed by the private sector as perfect substitutes.”*¹⁵

Ainda para Keynes, o investimento depende não só da taxa de juros, mas também de um componente importante, que são as expectativas dos empresários com relação ao cenário econômico que os espera e como isso afetará a rentabilidade de seus negócios. Assim, os efeitos da política monetária sobre as variáveis reais dependem da elasticidade-renda da demanda por moeda, da elasticidade-juros da demanda por moeda, além da elasticidade-juros do investimento. Em outras palavras, dependem de quanto a demanda por moeda varia quando

¹⁴ KEYNES, J. M. (1935). A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996 (Coleção Os Economistas); p. 178.

¹⁵ KRUGMAN, P.R.; DOMINQUES, K.M.; ROGOFF, K. It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, Brookings Papers on Economic Activity, 1998; p .5.

varia a renda do indivíduo e a taxa de juros, e de quão sensível é o investimento às mudanças nesta taxa. Ou seja, o aumento das reservas bancárias pode acabar sendo retido para especulação ou por incerteza, principalmente em momentos de crise, além de poder ser desviado para a compra de títulos no mercado secundário e que, portanto, não financiarão novas compras de bens de capital¹⁶. Desta forma, para Keynes, a política monetária é um importante instrumento, capaz de afetar o nível de atividade via estímulo ao investimento, mas sua eficácia depende das condições de preferência pela liquidez e das expectativas dos empresários.

O Novo Consenso Macroeconômico (NCM), pensamento dominante no período pré-crise 2007-08, por sua vez, diferencia-se da visão keynesiana a respeito dos mecanismos de transmissão relevantes e eficácia da política monetária. Segundo o NCM, o principal instrumento de política monetária é o *open-market*, uma vez que os mecanismos de transmissão foram reduzidos aos efeitos da taxa de juros de curto prazo sobre as expectativas de inflação e as taxas de juros reais de longo prazo¹⁷, sendo o *open-market* o canal de transmissão que atinge com mais rapidez e eficácia a variável principal, que é a taxa de juros de curto prazo. No que diz respeito às outras medidas, tais como o recolhimento compulsório e as operações de redesconto e empréstimo de liquidez, caíram em desuso ou são pouco procurados pelos bancos comerciais – esse fenômeno tem acontecido em todo o mundo.

Dentre as diretrizes desse consenso estão a adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI)¹⁸, delimitando a ação do Banco Central na busca da estabilidade dos preços, como objetivo principal, além do controle das oscilações do produto, com a política monetária tendo um papel central, conduzida com base na Regra de Taylor¹⁹, e relegando as demais políticas

¹⁶ Analisando a crise do subprime à luz desses conceitos, Froyen chama atenção para um fato: “Em setembro, houve uma corrida por liquidez, com os investidores procurando segurança em dinheiro, títulos do Tesouro e depósitos bancários.

¹⁷ Saraiva. *et al.* Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais. Economia e Sociedade, Campinas, Unicamp, IE, 2017; p. 4.

¹⁸ De acordo com Saraiva *et al* (2017), O Regime de Metas de Inflação compreende o uso da taxa de juros de curto prazo para atingir as metas intermediárias (que são a taxa de juros de longo e as expectativas de inflação) e, conseqüentemente, à demanda no curto prazo, uma vez que a política monetária é neutra no longo prazo. Ainda de acordo com o autor, o objetivo final é uma inflação baixa e estável. Fonte: SARAIVA, P. J. *et al.* Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais. Economia e Sociedade, Campinas, Unicamp, IE, 2017; p. 3.

¹⁹ De acordo com Cardim: “A Regra de Taylor tem sido usada como uma espécie de função de reação do Banco Central na determinação da taxa de juros de curto prazo. Serve, assim, como um guia operacional que o Banco Central pode seguir no processo decisório de política monetária. A regra relaciona a taxa de juros (básica) a: i) desvios da inflação presente (ou esperada) em relação à meta inflacionária (estabelecida pela autoridade econômica); ii) ao hiato do produto (ou seja, o desvio do produto efetivo de um país com relação ao produto potencial); e iii) à taxa de juros real de equilíbrio.” Fonte: CARVALHO, F.J.C. et al. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política, 2000; pág. 162.

(cambial, fiscal, etc.) a um papel secundário. A principal via de impacto da taxa de juros ocorre sobre a demanda agregada por meio da substituição intertemporal dos agentes²⁰, induzindo a troca do consumo presente pelo futuro, ou o contrário, dependendo do comportamento da taxa de juros. Um aumento da taxa de juros ou a expectativa de que isso aconteça leva o agente a poupar mais no presente com a ideia de poder consumir mais no futuro, tal como uma taxa de juros menor induz a elevação do consumo presente.

Neste contexto, a política monetária acha-se limitada quanto à possibilidade de estimular a economia ou conter um processo deflacionário quando a taxa de juros se situa próximo a zero. Com expectativa de deflação, mesmo a taxa de juros nominal estando em zero, a taxa de juros real era positiva, gerando queda nos investimentos e mais diminuição do consumo. A opção da autoridade monetária é utilizar a política de sinalização (*forward policy guidance*), direcionando os agentes sobre suas ações futuras²¹, mas esta alternativa não se mostra suficiente para reverter um processo de recessão e deflacionário.

A situação descrita acima pode levar à conclusão de que a política monetária conduzida por meio dos instrumentos convencionais, tanto na visão keynesiana quanto do NCM, foi esgotada; mas, de acordo com o discurso do então presidente do Fed (*Federal Reserve*), Ben Bernanke (2002), ainda existiam saídas monetárias que poderiam ser tomadas para combater o problema da deflação:

*“By increasing the number of U.S. dollars in circulation, or even by credibly threatening to do so, the U.S. government can also reduce the value of a dollar in terms of goods and services, which is equivalent to raising the prices in dollars of those goods and services. We conclude that, under a paper-money system, a determined government can always generate higher spending and hence positive inflation.”*²²

Essa frase marca em grande medida como será levada a política americana de combate à crise, muito marcada pelo uso de instrumentos monetários não-convencionais. E, por isso, no próximo bloco é feita uma análise mais profunda de tais instrumentos. Entretanto, parece interessante uma reflexão sobre como fica o papel da política fiscal diante desse cenário, uma

²⁰ Saraiva *et al.* Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais. Economia e Sociedade, Campinas, Unicamp, IE, 2017; p. 4.

²¹ *Id. Ibid*; p. 5.

²² WASHINGTON, Governador (2002: Ben S. Bernanke). Discurso antes do National Economists Club - Making Sure "It" Doesn't Happen Here. Washington, 21 de novembro de 2002. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/>>. Acesso em 17 de outubro de 2018.

vez que, na visão de alguns economistas, ela possui maior eficácia para afetar diretamente o emprego e a renda. Ainda no mesmo discurso acima, o presidente do *Fed* diz:

“Each of the policy options I have discussed so far involves the Fed's acting on its own. In practice, the effectiveness of anti-deflation policy could be significantly enhanced by cooperation between the monetary and fiscal authorities.”

Portanto, no capítulo dois será feita uma investigação acerca da política fiscal americana na crise do *subprime*, com o objetivo de analisar quais foram e se foram empregados esforços nesse sentido.

I.2 CRISE NOS EUA E PMNC

A crise das “pontocom” no final dos anos 90 foi a última recessão vivenciada pelos EUA antes do colapso do *subprime*. Naquele período, o Banco Central americano, de acordo com as diretrizes do Novo Consenso, utilizou-se basicamente de PMC, com sucessivas rodadas de corte na taxa de juros, para atingir o investimento e trazer os níveis de consumo à normalidade. O então presidente do FED, Allan Greenspan, sustentava que o uso da taxa de juros para amenizar e tratar os efeitos pós-crise seriam menos danosos para a economia como um todo do que a tentativa de parar uma bolha ainda durante seu crescimento, o que ficou conhecido como doutrina Greenspan²³.

Entretanto, essa doutrina em conjunto com o *mainstream* do NCM não foi capaz de explicar e deter o grande fenômeno da crise financeira que se seguiria. Antes mesmo da taxa de juros chegar ao patamar zero, a política monetária convencional já se mostrava ineficaz. Nesse momento, de acordo com o modelo teórico do NCM, a única alternativa seria a “*forward policy guidance*”, indicando para a economia qual seria o futuro da taxa de juros.²⁴ Diante desse cenário, a autoridade monetária começou a adotar as chamadas políticas monetárias não-convencionais (PMNC), que abarcaram as políticas de balanço e de sinalização.

²³ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p. 120.

²⁴ Saraiva *et al.* Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais. Economia e Sociedade, Campinas, Unicamp, IE, 2017; p. 4.

Tais políticas foram marcadas pela expansão do balancete do Fed, o que contrariou uma das mais importantes diretrizes do NCM, que estabelecia que uma expansão da base monetária não tem efeitos sobre a atividade econômica²⁵.

I.2.1 PMNC: INSTRUMENTOS E MECANISMOS DE TRANSMISSÃO – ANÁLISE TEÓRICA

Quando a autoridade monetária não consegue mais influenciar as variáveis reais da economia a partir do canal principal da PM, a taxa de juros de curto prazo, pode-se recorrer ainda a novos mecanismos, os quais, na visão do NCM, não são indicados nos períodos economicamente “saudáveis”. A necessidade do uso desses novos instrumentos surge quando os mecanismos normalmente utilizados na execução da política monetária não conseguem mais surtir efeito. Segundo, Saraiva (2014) isso acontece devido “à excessiva volatilidade na demanda por reservas e redução dos empréstimos de liquidez, entre as instituições depositárias, assim como a interrupção de crédito, em diversos segmentos do mercado financeiro, limitando a capacidade do BC controlar a taxa de juros de longo prazo e impedindo a transmissão da PM sobre os demais canais.”²⁶ Essa situação é agravada quando a autoridade monetária adota uma taxa de juros próxima a zero, esgotando seu principal canal de atuação.

A partir disso, o que resta ao BC é explorar os outros canais de transmissão e, por isso, as políticas monetárias não-convencionais podem ser entendidas como uma expansão dos mecanismos de transmissão da política convencional, com muitas inovações e fundamentada principalmente na expansão da extensão e quantidade dos instrumentos adotados anteriormente.

A figura 1 abaixo detalha não só os instrumentos, mas também os mecanismos de transmissão das PMNC. A partir dela é possível deduzir que existem dois canais principais: o de balanço e o de sinalização. O primeiro trata da intervenção direta do BC em mercados específicos, marcada pela expansão do balancete da autoridade monetária, realizando compra de títulos públicos e privados, injetando liquidez, concedendo crédito às mais diversas

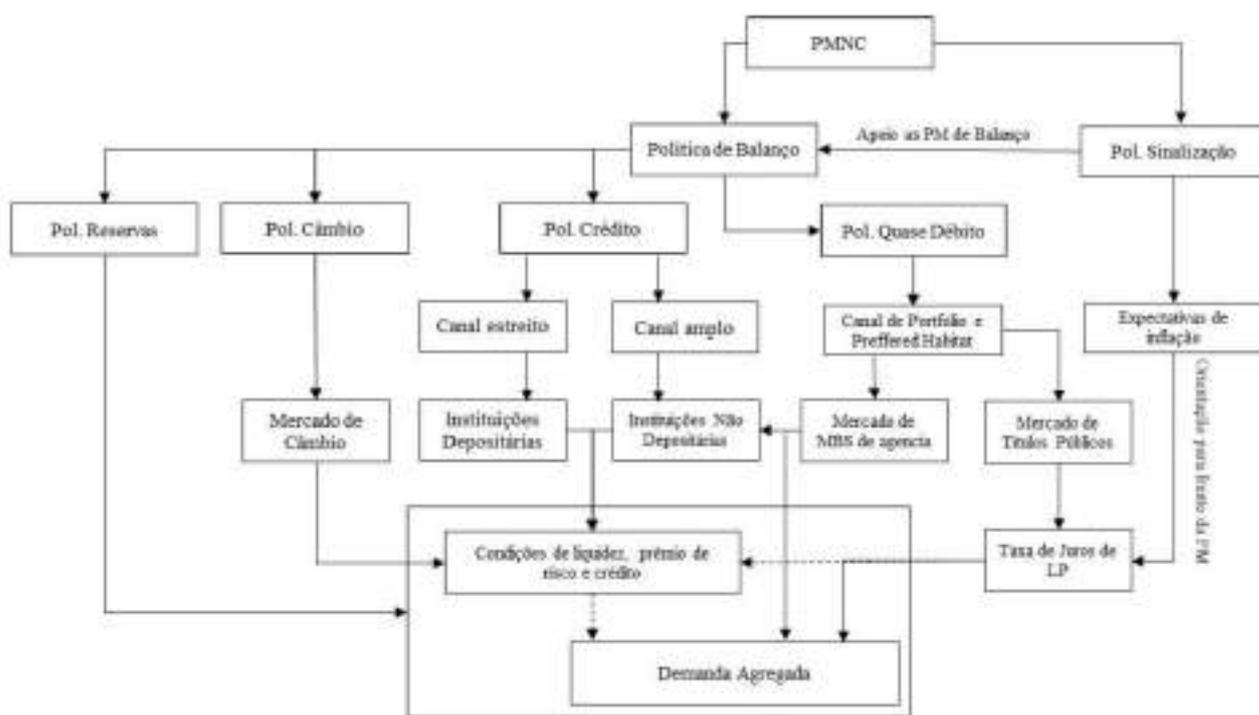
²⁵ *Id. Ibid.*

²⁶ CECIONI apud SARAIVA (2014); p. 30.

instituições, além de atuar no mercado cambial e no nível das reservas compulsórias²⁷. Essa intervenção direta é necessária, pois, no contexto da crise, as instituições não reagem mais à queda da taxa de juros, ou esta se encontra em seu limite mínimo, o que impacta nas decisões de empréstimo e liquidez das mesmas, com risco de colapso do mercado.

O segundo canal é referente às políticas de sinalização, que têm o objetivo de informar ao público como a autoridade vai conduzir os diferentes programas monetários, principalmente na ancoragem das expectativas em relação a taxa de juros, funcionando como apoio às políticas de balanço.

Figura 1: Política Monetária Não-Convencional



Fonte: Saraiva (2014)

²⁷ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p. 31.

A análise da figura acima mostra ainda que existe uma subdivisão das políticas de balanço. Sobre isso, Borio e Disyatat falam que: “*We distinguish four broad categories of balance sheet policy: exchange rate policy; quasidebt management policy, credit policy and bank reserves policy.*”²⁸ A primeira mencionada, a política cambial, está relacionada à ação do Banco Central na compra e venda de moeda estrangeira, visando aumentar a liquidez do mercado nacional e diminuir a volatilidade do câmbio, protegendo o setor doméstico de possíveis colapsos²⁹. Como será visto mais adiante, o FED utilizou um instrumento desse cunho durante a crise do *subprime*, chamado *Central Bank Liquidity Swaps (CBLs)*, em colaboração com autoridades monetárias de vários países.

A segunda política apresentada, denominada de políticas de gestão de quase débito, está relacionada à compra e à troca de maturidade de ativos pelo Banco Central. O objetivo é diminuir o prêmio de risco que o mercado esteja praticando, e que acaba por influenciar o valor dos ativos em geral, levando os agentes a alterar a composição de seus portfólios. A teoria econômica de Tobin, Modigliani e do *preferred habitat* fundamentam teoricamente a transmissão da política monetária no canal de portfólio³⁰.

Pensando em termos de política monetária não-convencional, o aumento da compra de títulos pelo Banco Central gera um aumento na demanda por tais ativos, com elevação de preços e redução nas taxas de juros, tendo como efeito o aumento do q de Tobin e, conseqüentemente, do investimento e da demanda agregada³¹.

O efeito riqueza de Modigliani também fundamenta outro aspecto da política monetária que impacta o lado real da economia. Quando o Banco Central realiza compra de títulos em definitivo, ele aumenta a demanda e o preço de tais ativos. Os agentes em posse de ativos mais valorizados entendem que possuem maior riqueza e podem aumentar seus gastos, ou seja, o resultado é o aumento do consumo e da demanda agregada³².

Por último, temos a teoria do *preferred habitat*, que aponta que quando os agentes possuem uma preferência por ativos de maturidade específica, criando um habitat preferido, os

²⁸ BORIO; DISYATAT (2009); p. 6

²⁹ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p. 35.

³⁰ *Id. Ibid*; p.39.

³¹ *Id. Ibid*; p.40.

³² *Id. Ibid*; p. 41.

rendimentos de tais ativos serão determinados pela sua oferta e demanda³³. Portanto, a partir de uma política não-convencional, a compra em larga escala de títulos pelo BC de maturidades específicas, faz com que seu preço aumente, levando a uma queda na taxa de juros, mas não do mercado em geral, apenas naquele habitat do título que é foco da política monetária. Sendo assim, o lado real da economia é afetado quando ocorre aumento da demanda agregada³⁴.

Outro canal de transmissão dentro das políticas de balanço é o canal de crédito, onde o Banco Central irá utilizar os bancos para tentar normalizar o fornecimento de crédito para os diversos setores da economia. Por conta da substitutibilidade imperfeita dos ativos, em situações de crise, os agentes demandarão maior retorno para manter o mesmo portfólio quando a percepção de risco aumenta. Segundo Saraiva (2014), essa política é destinada ao mercado interbancário e não bancário, atuando nas condições de financiamento do mercado financeiro. Tais políticas alteram o balancete das instituições privadas e podem acontecer através de contraparte em operações monetárias, empréstimos ou compras de títulos privados. O Banco Central tem como meta melhorar as condições praticadas no mercado interbancário, reduzindo os spreads e os prazos, tal como a revitalização dos canais de crédito para o setor não bancário.³⁵

Também a respeito das políticas de crédito, Cecioni, Ferrero e Secchi falam que: *“To avoid a collapse of credit availability the central bank can enhance its liquidity provision to depository institutions both to accommodate the increased demand for precautionary motive and to contrast the reduction in the circulation of reserves.”*³⁶

O canal de crédito se divide em dois: amplo e estreito. O canal estreito é aquele em que acontece intermediação dos bancos para que as empresas tenham acesso ao crédito. Em alguns países, o canal estreito é de extrema importância, pois as empresas não têm tradição em recorrer diretamente aos detentores de recursos, seja através de emissão de *debentures*, ações ou outros títulos. Logo, uma política monetária que aumente o nível de reservas, faz cair a taxa de juros e aumentar o investimento e a demanda agregada, pois o crédito bancário estará mais barato. As políticas monetárias não convencionais que atuam no canal estreito do crédito visam

³³ CECIONI, M.; FERRERO G.; SECCHI, A. *Unconventional Monetary Policy in Theory and In Practice. Bank of Italy, Economic Outlook and Monetary Policy Research Department*, Number 102 – September 2011; p. 18.

³⁴ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p. 42.

³⁵ *Id. Ibid*; p. 36.

³⁶ CECIONI, M.; FERRERO G.; SECCHI, A. *Unconventional Monetary Policy in Theory and In Practice. Bank of Italy, Economic Outlook and Monetary Policy Research Department*, Number 102 – September 2011; p. 19.

melhorar as condições de crédito e financiamento, atuando diretamente no nível de reservas bancárias³⁷.

O canal amplo está relacionado ao valor dos ativos que compõe o patrimônio líquido das empresas (instituições não-depositárias, em geral), que funcionam como colateral para a tomada de empréstimos. Em situações de crise, o valor da garantia, que está vinculada ao valor dos ativos, cai e aumenta o risco dos empréstimos, afetando o volume de investimento³⁸. Quando o BC faz uma política que cria demanda e aumenta o preço de tais ativos, ele restaura a capacidade da empresa de se financiar usando tais ativos como colateral. Desse modo, o BC desloca para cima o preço dos ativos, impedindo que um canal de crédito importante se deteriore.

Um outro canal existente é o das reservas bancárias (RBs), onde a autoridade monetária pode usar o nível de tais reservas para garantir que pelo menos uma parte dos ativos em relação aos depósitos à vista e a prazo sejam de boa qualidade³⁹, impedindo que em situações de crise os bancos enfrentem problemas de liquidez e, possivelmente, de solvência. Entretanto, esse canal tem caído em desuso, tal como Saraiva (2014) relata: “No entanto a função prudencial proporcionada pelas RBs foi gradativamente substituída, na maioria das economias desenvolvidas, por um amplo conjunto de instrumentos, tais como a supervisão e regulação micro prudencial (requisitos de capital e liquidez), o seguro de depósito, e mais recentemente por linhas de crédito oferecidas pelo BC, bem como pela introdução de reservas médias e da própria gestão de liquidez.”

Ainda analisando a figura 1, outro meio de transmissão das políticas monetárias não convencionais é o canal de sinalização. Esse canal depende da comunicação do Banco Central com os agentes econômicos, informando sobre a evolução da taxa de juros de curto prazo, tal como as compras de ativos e outras medidas que influenciam o mercado⁴⁰. Portanto, esse canal também não tem um efeito direto e garantido, mas passa pela expectativa e confiança que o mercado possui em relação à autoridade monetária. Ainda segundo Cecioni et al, nem toda política de sinalização é não convencional, uma vez que o Banco Central já utiliza desse

³⁷ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p. 43.

³⁸ *Id. Ibid*; p. 44.

³⁹ *Id. Ibid*; p. 46.

⁴⁰ CECIONI, M.; FERRERO G.; SECCHI, A. *Unconventional Monetary Policy in Theory and In Practice. Bank of Italy, Economic Outlook and Monetary Policy Research Department*, Number 102 – September 2011; p. 16.

mecanismo em situações normais: “*Thus, communication should be considered an unconventional tool of monetary policy only when it is used by a central bank to convey information or pursue objectives that go beyond its standard practice.*”⁴¹

Para alguns autores, como Eggertsson e Woodford (2003), esse canal é o único instrumento que pode funcionar quando a taxa de juros se encontra na *Zero Lower Bound*, uma vez que a expectativa dos agentes em relação a taxa de juros é importante nas suas decisões de investimento⁴². Na crise americana de 2008, o Fed já utilizava a política de comunicação como um instrumento convencional, mas, como será visto na continuação deste capítulo, quando a taxa de juros chegou em seu patamar zero, a autoridade monetária decidiu ir além nos anúncios sobre o comportamento da taxa de juros e ancorou a expectativa dos agentes não apenas por um mês ou dois, mas por cerca de 2 anos.

⁴¹ *Id. Ibid.*

⁴² SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p. 33.

Quadro 1. Estrutura Analítica da Política Monetária Não Convencional

	<u>Direcionamento</u>	<u>Instrumentos de PMNC</u>	<u>Metas operacionais</u>	<u>Metas intermediárias</u>	<u>Metas finais de política</u>	<u>Canais de transmissão</u>
Política de sinalização	Mercado financeiro, não financeiro e famílias	Orientação para a frente da PM - Comunicação com o público informando sobre a taxa de juros de curto prazo.	Expectativas inflacionárias dos agentes.	Taxa de juros de longo prazo.	Estabilidade macroeconômica: demanda agregada, nível de atividade econômica e taxa de desemprego.	Canal de expectativas inflacionárias.
		Orientação para a frente da PM- Comunicação com o público informando sobre as intenções de PM a serem adotadas pelo BC.	Influenciar as expectativas de mercado de modo que este caminhe no sentido almejado pela PM.	Apoiar as demais políticas não convencionais.	Potencializar o impacto das políticas de balanço.	Canal de expectativas e apoio aos demais canais de transmissão.
Política de Crédito	Dealers Primários, Bancos, Fundos de investimento e emissores de títulos elegíveis de dívida.	Redesconto de títulos, empréstimos de liquidez e empréstimo de títulos do governo de alta liquidez.	Reestabelecimento das operações normais e liquidez nos mercados interbancário e não bancário.	Melhoria das condições de financiamento (volume, maturidade e spread) liquidez e prêmio de risco.	Estabilidade financeira: Reestabelecimento das condições normais de operação dos mercados financeiros.	Canal de balanço do lado do passivo – Canal de crédito amplo e estreito.
Política de gestão de quase dívida	Mercado de títulos públicos (Instituições financeiras, fundos de investimentos e investidores em geral).	Compra de títulos do tesouro, de agencias públicas e troca de títulos de longo prazo por títulos de curto prazo.	Redução do prêmio de risco das taxas de juros de longo prazo dos títulos públicos.	Redução do prêmio de risco, taxa de juros e elevação do preço de títulos privados.	Estabilidade macroeconômica: demanda agregada, nível de atividade econômica e taxa de desemprego.	Canal de balanço do lado do ativo – Canal de preço de ativos.
Política de Câmbio	Mercado de câmbio.	Compra ou venda de moeda estrangeira e contratos de swap cambial.	Afetar a taxa de câmbio.	Reduzir o risco de exposição ao câmbio do setor privado.	Estabilidade do sistema financeiro.	Canal de câmbio.
Política de reservas bancárias	Instituições bancárias	Reservas compulsórias	Reservas agregadas	Impacto sobre o custo, crédito, rendimentos e preços dos ativos	Estabilidade macroeconômica e financeira	Canal do ativo e passivo do balanço

Fonte: Saraiva (2014)

Além da política de sinalização, é interessante perceber que as políticas monetárias não convencionais como um todo foram marcadas por uma atuação mais incisiva do Banco Central americano a partir de canais que já compunham a política monetária convencional. A característica principal de tais políticas foi a ampliação dos mecanismos já existentes, seja através de empréstimos para salvar instituições que apresentavam problemas de solvência e representavam um risco para o bom funcionamento do mercado como um todo, seja através da expansão extraordinária do seu balancete, adquirindo títulos de tais instituições, ou ainda ampliando o acesso à liquidez para bancos centrais internacionais. O quadro 1 acima é um resumo de como funcionou cada política e, respectivamente, suas metas e canais de transmissão.

Sendo assim, agora será feita uma análise mais detalhada dos instrumentos utilizados pelo Banco Central americano durante a crise do *subprime*, uma vez que foram adotados uma série de inovações que englobaram praticamente todos os canais de transmissão das PMNC.

I.2.2 PMNC: INSTRUMENTOS E RESULTADOS – EVIDÊNCIA EMPÍRICA

A seguir serão listados os principais instrumentos que o Fed utilizou durante a crise americana do subprime e, em seguida, uma rápida análise da sua eficácia sobre algumas variáveis macroeconômicas. A taxa *Libor* é um importante indicador utilizado pelos bancos para fazerem empréstimos entre si, enquanto a *OIS* é a taxa de *overnight* do mercado americano. Em 2007, o *spread* da taxa *Libor-OIS* dá um salto, evidenciando os problemas de liquidez do mercado interbancário, levando os bancos a rolar a dívida no *overnight* ao invés de pegar empréstimos mais prolongados, como pode ser visto no gráfico 1 abaixo, evidenciando o começo da crise.

Gráfico 1: *Spread Libor-OIS* de 3 meses



Fonte: Fleming and Klagge (2010) apud Procknik

Inicialmente, o Banco Central americano diminuiu em 50 pontos base a taxa de redesconto com relação à meta da taxa de juros ainda em agosto, ao mesmo tempo que aumentou o prazo desse tipo de empréstimo. Em relação à taxa juros, o Banco Central americano também a derrubou no mesmo montante de 50 pontos base em setembro de 2007⁴³. Entretanto, com a intensificação das perdas em relação aos ativos vinculados às hipotecas *subprime* e a rejeição das instituições em recorrer à janela do redesconto, o Fed adotou uma nova abordagem.

Num primeiro momento, um instrumento de crédito e outro de câmbio foram adotados, sendo eles o *Term Auction Facility (TAF)* e o *Central Bank Liquidity Swaps (CBLs)*. O *TAF* consistia em leilões de fundos a prazo que o *Fed* disponibilizava a cada duas semanas e as instituições davam seus lances de taxa de juros, tinha o objetivo aumentar a liquidez sem que os bancos precisassem vender em massa seus ativos, o que levaria a uma agitação ainda mais forte do mercado.⁴⁴ Já o *CBLs* teve início também em dezembro de 2007, em uma ação do *Fed*

⁴³ PEREIRA, E. P. C. *Instrumentos Não Convencionais do Federal Reserve frente à Crise de 2007-08*. 2014. Dissertação (Pós-Graduação em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro; p. 24.

⁴⁴ *Id. Ibid.*

para estender seus empréstimos aos bancos centrais de outros países. O objetivo era irrigar os sistemas financeiros locais, diminuindo a pressão sobre o próprio mercado norte-americano.

Passando para o cenário de março de 2008, um setor específico começa a apresentar problemas, os dos *Primary Dealers (PDs)*, que são grandes bancos que se apresentam como importantes aliados do *Fed* na transmissão da política monetária através de operações de mercado aberto. A partir disso, o *Fed* cria o *Term Securities Lending Facility (TSLF)*, onde a autoridade monetária disponibilizava títulos do tesouro (mais líquidos) como empréstimos em troca de colaterais como garantias (títulos menos líquidos).⁴⁵ Mas, ainda assim, uma política não convencional mais forte foi utilizada quando o banco de investimentos e *PD Bear Stearns* ameaçou falir em março de 2008. Diante da situação, a autoridade monetária americana criou o *Maiden Lane I*, que atuou como uma sociedade de responsabilidade limitada, através da qual o *Fed* realizou um empréstimo de cerca de 13 bilhões para salvar o *Bear Stearns* em uma transação junto com o *JP Morgan*. Nessa transação, o *Maiden Lane I* contou com um colateral de US\$ 30 bilhões em ativos do *Bear Stearns* e ajudou a dar a confiança que faltava ao *JP* para absorver o banco⁴⁶.

Em seguida, a seguradora *AIG* apresentou problemas de solvência, um de seus braços estava extremamente comprometido com a emissão de grande quantidade de seguros contra inadimplência de títulos *subprime*. Mais uma vez o *Fed* interviu e criou o *Maiden Lane II e III*, com o objetivo de adquirir ativos da empresa, com participação em conjunto do Tesouro comprando ações preferenciais. Os últimos programas citados, *Maiden Lane I, II e III*, foram uma clara intervenção do BC através do canal de crédito para salvar empresas que tinham um grande peso na economia americana.

Na sequência, a crise entra em um segundo estágio e faz o Banco Central direcionar os seus esforços para o setor produtivo da economia, o chamado *mainstreet*, que passou a não encontrar mais contrapartida para suas emissões de *Commercial Papers (CP)*, devido aos problemas de liquidez enfrentados pelo mercado. Sobre isso Saraiva (2014) fala que: “Ademais foram necessárias a adoção de um novo conjunto de medidas, em particular que abarcassem também uma parcela do sistema financeiro não-bancário que não estava sobre o guarda-chuva

⁴⁵ PEREIRA, E. P. C. *Instrumentos Não Convencionais do Federal Reserve frente à Crise de 2007-08*. 2014. Dissertação (Pós-Graduação em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro; p. 39.

⁴⁶ *Id. Ibid.*

da autoridade monetária e das linhas de liquidez e empréstimos. As principais medidas foram *Money Market Fund Liquidity Facility (AMLF)*, *Commercial Paper Funding Facility (CPFF)* e *Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*.⁴⁷ O *AMLF* era destinado para os *Asset Backed Commercial Paper (ABCP)*, a partir do fornecimento de empréstimos para uma gama de instituições que adquiriam estes papéis, utilizando os mesmos como colateral. Os *ABCP* eram uma importante forma de financiamento a curto prazo das empresas, a intenção era prover liquidez ao mercado e mais uma vez impedir que houvesse venda desenfreada de ativos e colapso neste setor.⁴⁸

Os *Money Market Mutual Funds (MMMFs)* eram fundos de importância relevante no escoamento das *Commercial Papers (CPs)*, possibilitando o financiamento a curto prazo do setor produtivo da economia. As dificuldades de liquidez que esses fundos começaram a apresentar afetaram de sobremaneira a taxa de juros das *CPs*, jogando-as para cima, levando as empresas ao refinanciamento diário de suas dívidas. O *CPFF* veio com o objetivo de dar fôlego a esses fundos, aumentando a liquidez das *CPs* e seu prazo de vencimento.⁴⁹

Já a criação do *Term Asset Backed Securities Loan Facility (TALF)* foi feita pelo Banco Central com o objetivo de normalizar os canais de crédito pessoal e para pequenos empreendedores, uma vez que os investidores se sentiriam mais seguros para adquirir os *Asset Backed Securities (ABS)* – caracterizados como ativos que possuem baixa liquidez – com apoio do programa federal.⁵⁰ O objetivo era prover liquidez ao mercado e, mais uma vez, impedir que houvesse venda desenfreada de ativos e colapso no setor, aumentando a liquidez das *CPs* e seu prazo de vencimento para que as empresas continuassem se financiando. O quadro 2 abaixo mostra um panorama das políticas de crédito aqui citadas utilizadas pelo Fed de janeiro de 2007 até dezembro de 2013.

⁴⁷ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p.181.

⁴⁸ *Id. Ibid.*

⁴⁹ *Id. Ibid;* p.183.

⁵⁰ *Id. Ibid;* p.184.

Quadro 2. Características gerais das Políticas de Crédito – agosto de 2007 a dezembro de 2013.

	Período de vigência		Direcionamento	Demanda	Colateral	Prazo de empréstimo	Valores* (Média) (máx.)	Objetivo
	Início	Fim						
TAF	Dez/07	Mar/10	Instituições depositárias	Moeda	Idêntico ao redesconto	De 28 a 84 dias	US\$ 78 US\$ 493	Provimento de liquidez as instituições depositárias
TSLF	Mar/08	Fev/10	Dealers Primários	Títulos do Tesouro	Títulos do tesouro, de agencias, de MBS e título de dívida com grau de investimento	Até 28 dias	US\$ 26 US\$ 245	Provimento de títulos aos dealers primários
AMLF	Set/08	Fev/10	Instituições Depositárias e holdings bancárias	Moeda	ABCP (3) de primeiro nível	Maturidade das ABCP (máxima 270 dias)	US\$ 6 US\$ 151	Restaurar a liquidez dos mercados de ABCP
CPFF	Set/08	Fev/10	Emissores elegíveis de Curto prazo	Moeda	ABCP de primeiro nível e novas emissões de ABCP com prazo máximo de 3 meses	Até 90 dias	US\$ 34 US\$ 331	Provimento de liquidez no mercado de papeis comerciais
TALF	Set/08	Mar/09	Todos agentes dos EUA que possuem garantias elegíveis	Moeda	ABS, CMBS com grau AAA	De 3 a 5 anos	US\$ 47 US\$ 71	Apoio a pequenas empresas e consumidores

*Impacto médio mensal e valor máximo sobre o balanço do FED ao longo da execução do programa, em bilhões de dólares.

Fonte: Saraiva (2014)

Ainda dentro da segunda fase da crise, o Fed implementou o *Quantitative Easing Policy (QE)*, que já havia sido testado pela primeira vez na crise japonesa dos anos 1990. Esse instrumento envolveu bastante controvérsia e segundo o próprio presidente do Fed, Ben

Bernanke, o problema do *QE* é que ele funciona na prática, mas não funciona na teoria⁵¹. Segundo Prochnik, essa afirmação estaria relacionada ao Teorema da Irrelevância de Wallace, que diz que o preço de um ativo depende do seu retorno esperado ponderado pelo risco. Entretanto, como as políticas realizadas pelo Fed não alteraram o componente risco, não deveriam afetar os preços. Contudo, o que se observou foi que a compra de títulos de longo prazo conseguiu atingir a “*term-premium*” de tais ativos e, desse modo, a taxa de juros de longo prazo⁵².

Também conhecido como políticas de quase-débito, esse programa abarcou dois instrumentos, o *Large-Scale Asset Purchase Programs (LSAP)* e o *Maturity Extension Program (MEP)*. Sobre isso, Saraiva (2014), fala: “Ressalta-se que o *LSAP* promoveu uma expansão substancial do balancete do Fed, ao passo que o *MAP* alterou a maturidade dos títulos públicos detidos pelo Fed.”⁵³ Ou seja, enquanto que, no primeiro instrumento, o Fed comprou títulos públicos e MBS garantidos pelas agências públicas, causando uma expansão inédita do seu balanço, no segundo, ele comprou títulos públicos de longo prazo, dando em contrapartida títulos de curto prazo.

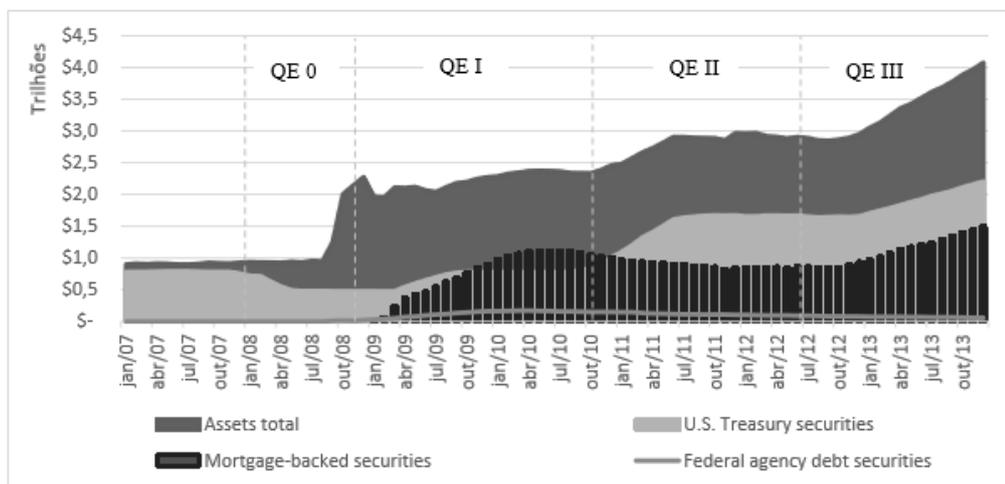
O gráfico 2 abaixo mostra a evolução do *LSAP*, que compreendeu quatro fases distintas, o *QE 0, I, II e III*.

⁵¹ “Central Banking after The Great Recession: Lessons Learned and Challenges ahead A Discussion with Federal Reserve Chairman Ben Bernanke on the Fed’s 100th Anniversary” The Brookings Institute (2014) apud PEREIRA (2014).

⁵² PEREIRA, E. P. C. *Instrumentos Não Convencionais do Federal Reserve frente à Crise de 2007-08*. 2014. Dissertação (Pós-Graduação em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro; p. 78.

⁵³ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p.186.

Gráfico 2: *Large-Scale Asset Purchase Programs (LSAP)*- jan/2007 a dez/2013

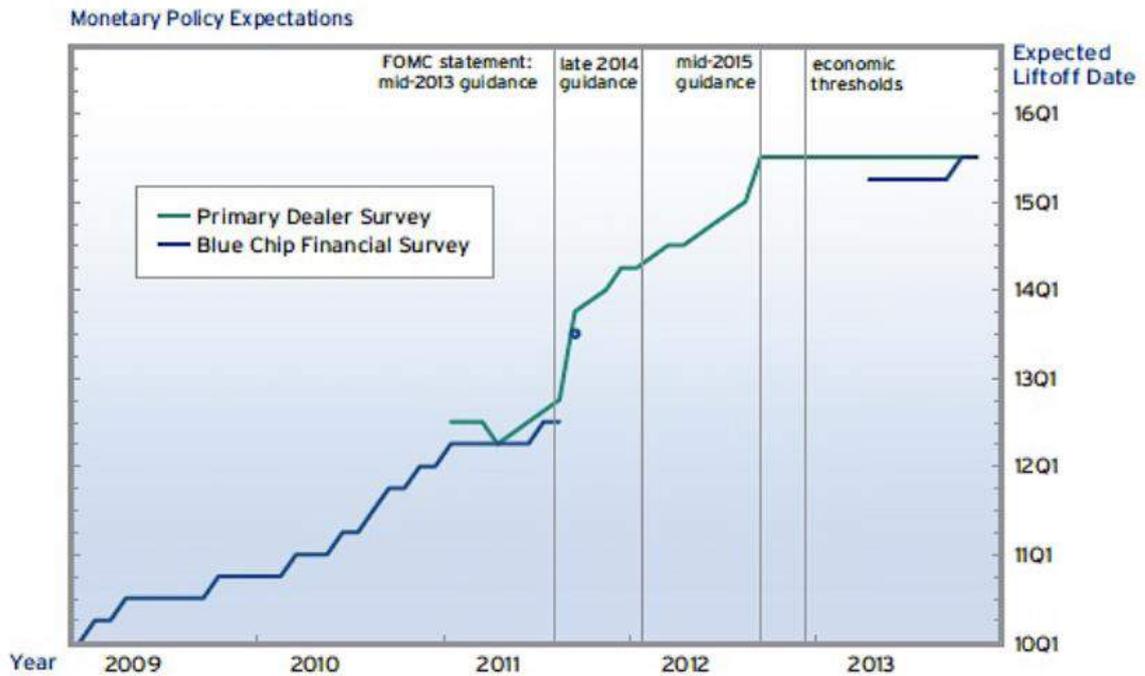


Fonte: Saraiva (2014)

A última política a ser analisada é a de sinalização, que compreende a forma como o Fed se comunicou com os agentes durante a crise. Essa política foi importante aliada no sucesso das demais políticas de balanço, pois, a todo momento, o Banco Central indicava quais medidas estavam sendo tomadas e como manteria a taxa de juros no futuro. Já a partir de dezembro de 2008, o Fed adota uma orientação qualitativa e sinaliza para o mercado que pretendia deixar a taxa de juros em seu limite mais baixo, mas sem precisar uma data de quando isso se reverteria. Entretanto, em agosto de 2011, a autoridade monetária adota uma orientação quantitativa e, portanto, mais enérgica, ao informar que a taxa de juros de curto prazo se manteria na faixa zero até o final do primeiro semestre de 2013⁵⁴. Como resultado, observa-se uma estabilização da expectativa dos agentes, tal como é possível observar no gráfico 3 abaixo.

⁵⁴ PEREIRA, E. P. C. *Instrumentos Não Convencionais do Federal Reserve frente à Crise de 2007-08*. 2014. Dissertação (Pós-Graduação em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

Gráfico 3- Expectativa da data de alteração da taxa de juros



Fonte: Williams 2014 Apud Prochnik

Os trabalhos de Baumeister e Benati (2010) mostram que a diminuição do *spread* de longo prazo tem impactos sobre o nível de atividade e dos preços dos ativos. Ainda de acordo com esses autores, sem as políticas de quase débito, os *spreads* poderiam ter se mantido altos com influências negativas sobre o PIB americano. Chung et al (2010) também analisa os impactos das políticas monetárias não convencionais sobre as variáveis macroeconômicas norte-americanas, chegando à conclusão que as compras de ativos em larga escala foram importantes na redução de 0,5% na taxa de juros de longo prazo (títulos de 10 anos do governo), gerando diminuição da taxa de desemprego em 1,5 pontos percentuais e aumento de cerca de 3% no PIB no segundo semestre de 2012, além de conseguir uma estabilidade nos preços em torno de 1% a mais do que na ausência de interferência da autoridade monetária.

Outros dois autores, Fuhrer e Olivei (2011), também encontraram resultados positivos a partir da compra de US\$ 600 bilhões em títulos, como mostra a tabela 1 abaixo. De acordo com os autores, tal compra geraria um impacto positivo de 0,75% a 0,8% no crescimento do PIB, além da redução de 0,3 a 0,4% no desemprego depois de 2 anos, ou seja, uma criação de cerca de 700.000 empregos.

Tabela 1. Estimativa de impacto da compra de US\$ 600 bilhões em títulos de longo prazo do tesouro

	Impacto
Compra de R\$ 600 bilhões em títulos de longo prazo	Redução da taxa de juros de longo prazo do tesouro entre 20-30 p.b. (valor utilizado 25 p.b.)
Efeito da redução da taxa de juros de longo prazo sobre os gastos (PIB)	Crescimento do PIB de 75 p.b., ao longo de dois anos (supondo um multiplicador de gastos entre 2 e 4 – valor utilizado 3)
Efeito do crescimento do PIB sobre a taxa de desemprego	Queda da taxa de desemprego entre 0,3 e 0,4 p.p., ao longo de dois anos (Lei de Okum)
Efeito sobre o emprego	Criação de 700.000 empregos (Supondo uma força de trabalho de 153 milhões)

Fonte: Fuhrer e Olivei (2011) apud Saraiva (2014)

Bernanke (2012) também aponta os benefícios da utilização das PMNC quando diz que elas forneceram um importante apoio à recuperação da economia, ao mesmo tempo que ajudaram na estabilização dos preços. O ex-presidente do Fed aponta para uma queda de 8,3% na taxa de desemprego se comparada com o ponto mais alto da crise, além de uma acomodação da inflação em torno de 2 pontos percentuais⁵⁵.

Entretanto, no mesmo discurso, ele diz que: *“Notwithstanding these positive signs, the economic situation is obviously far from satisfactory. The unemployment rate remains more than 2 percentage points above what most FOMC participants see as its longer-run normal value, and other indicators – such as the labor force participation rate and the number of people working part time for economic reasons – confirm that labor force utilization remains at very low levels.”*

Tal declaração nos leva a refletir sobre a possibilidade de outras políticas que poderiam ter sido utilizadas em conjunto com a política monetária para amenizar os efeitos causados pela depressão, tal como a política fiscal que atua mais diretamente sobre as variáveis macroeconômicas, evitando os altos de níveis de desemprego, que acabam afetando a parcela da população mais vulnerável à crise. Diante disso, será feita uma análise, no próximo capítulo,

⁵⁵ BERNANKE, B. *Monetary Policy since the Onset of the Crisis*. The Federal Reserve Bank de Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31 ago 2012b.

sobre o que foi feito em relação à política fiscal na crise do *subprime*, bem como as respostas obtidas com tais medidas.

I.3 DEBATE SOBRE O PAPEL DA PM À LUZ DA CRISE

Como dito anteriormente, o Novo Consenso Macroeconômico era o pensamento dominante no período pré-crise e foi baseada nessa diretriz que as principais medidas para combater a crise americana foram pensadas. De acordo com Saraiva *et al* (2017), diversas mudanças constitucionais e operacionais na condução da política monetária foram adotadas de acordo com o construto teórico e metodológico formado por diversas escolas, como os novo-keynesianos, monetaristas e novos clássicos⁵⁶. Mishkin cita os princípios básicos do Novo Consenso, a saber:

“1) inflation is always and everywhere a monetary phenomenon; 2) price stability has important benefits; 3) there is no long-run tradeoff between unemployment and inflation; 4) expectations play a crucial role in the determination of inflation and in the transmission of monetary policy to the macroeconomy; 5) real interest rates need to rise with higher inflation, i.e., the Taylor Principle; 6) monetary policy is subject to the time-inconsistency problem; 7) central bank independence helps improve the efficiency of monetary policy; 8) commitment to a strong nominal anchor is central to producing good monetary policy outcomes; and 9) financial frictions play an important role in business cycles.”⁵⁷

De acordo com o pensamento original do NCM, a política fiscal não tem papel relevante e não deve ser utilizada nem para evitar ou combater os efeitos de crises econômicas. Ao contrário disso, o Novo Consenso estabelece o controle das contas públicas, tal como um cuidado absoluto em manter a inflação sob controle. Para este último item, como foi visto anteriormente, deve ser utilizada a regra de Taylor, que representa um dos principais fundamentos do NCM, onde a política monetária será conduzida para perseguir o nível de preços estabelecido pelo Regime de Metas de Inflação (RMI).

Quando a taxa de inflação começa a apresentar trajetória ascendente, de acordo com a regra de Taylor, a taxa de juros deve ser elevada para que esta volte para o centro da meta estabelecida pelo RMI. Além da estabilidade dos preços, o conjunto de medidas que envolve o

⁵⁶ Saraiva *et al*. Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais. Economia e Sociedade, Campinas, Unicamp, IE, 2017; p. 3.

⁵⁷ MINSHKIN (2011); p.3 *apud* SARAIVA (2014); p.55.

NCM também objetiva alcançar estabilidade econômica, evitando possíveis crises, tal como a desaceleração da atividade econômica.

Uma das principais orientações do NCM é que a moeda não possui importância como variável operacional da política monetária, o que implica que a compra de ativos – realizadas em grande escala durante a crise do *subprime* – não conseguiria atingir o objetivo de impactar os níveis de atividade, implicando em irrelevância das PMNC, “pois a taxa de juros de longo prazo e as expectativas dependem da taxa de juros de curto prazo, além da comunicação que está sujeita à credibilidade do BC.”⁵⁸ E, portanto: “A única alternativa para uma situação na qual a PMC perde a sua efetividade (i.e, quando a taxa de juros de curto prazo está próxima a zero) é a “*forward policy guidance*”, informando aos agentes sobre as intenções futuras desta” (Eggertsson; Woodford, 2003 apud Saraiva et al pág 4).

Entretanto, a crise de 2008 foi crucial para reavaliar as diretrizes do NCM em diversos pontos, tanto em relação à efetividade das PMNC, quanto à importância da política fiscal. Dentro da visão ortodoxa, alguns autores convergiram sobre o caráter transitório das políticas monetárias não convencionais, enquanto houve algumas divergências quando se trata de uma maior flexibilização do RMI, a partir do uso mais intensivo de políticas macro prudenciais, controle de capitais e câmbio, assim como um novo papel para a política fiscal.⁵⁹

Minshkin cita os pontos dentro da teoria do NCM onde os autores convergiram em relação a sua aceitação, sendo eles: “i) A inflação é sempre e em qualquer lugar um fenômeno monetário, embora possa ser resultado de uma crise fiscal; ii) Existência de *trade off* de curto prazo, inexistência de *trade off* de longo prazo, taxa natural de desemprego e expectativas racionais; iii) A tese de inconsistência temporal de planos ótimos, o viés inflacionário da PM discricionária e a tese do Banco Central Independente; iv) A validade do princípio e da regra de Taylor; e v) A manutenção da inflação enquanto uma âncora nominal.”⁶⁰ Enquanto que outros três pontos foram alvo de divergência, com indicação de que mudanças deveriam ocorrer. Esses desacordos se referem à visão de que: “vi) A autoridade monetária deverá incorporar o gerenciamento de risco ao objetivo da PM, além de operar a regulação macro

⁵⁸ Saraiva *et al.* Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais. Economia e Sociedade, Campinas, Unicamp, IE, 2017; p. 4.

⁵⁹ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p. 57.

⁶⁰ MINSHKIN (2010, 2011, 2012) apud SARAIVA (2014); p. 94.

prudencial; vii) Controle de capitais e gerenciamento de câmbio podem ser instrumentos importantes, ainda que temporários, em economias emergentes; e viii) Política fiscal orientada ao ‘espaço fiscal’ e operando como um estabilizador automático.”⁶¹

Com relação às PMNC, em particular, autores como Mishkin, Bernanke e Woodford sinalizam que estas devem ser acionadas em situação de crise, quando a política monetária convencional não consegue mais influenciar positivamente os níveis de atividade da economia, pois a taxa de juros se encontra próxima a zero, e retiradas quando a economia volta ao seu padrão normal de funcionamento. Segundo Bernanke, as PMNC agem de forma parecida com os canais das políticas convencionais para normalizar o fluxo de liquidez e estimular a economia, com a diferença que “em períodos de exceção, os mecanismos de transmissão tendem a operar de forma menos eficiente do que suposto pelos modelos padrões para os períodos de normalidade.”⁶²

A teoria do NCM sofreu críticas dos pós-keynesianos pelo uso da inflação como âncora nominal do RMI. De acordo com Saraiva (2014), esse princípio está vinculado à separação do lado real e monetário da economia, uma vez que se parte da hipótese de que a moeda é neutra no longo prazo. O autor ressalta ainda que, deste modo, é irrelevante a discussão entre alguns autores, como Blanchard *et al* (2013) e Mishkin (2012), sobre a manutenção de uma inflação maior ou menor, uma vez que a “hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo e suas implicações ancoradas na tese de inconsistência temporal, representa que o *trade off* de longo prazo é inexistente e explorá-lo, no curto prazo, tem como consequência a elevação da inflação.”⁶³

A corrente pós-keynesiana combate a ideia de que a inflação é um fenômeno monetário quando aponta diferentes motivos para sua causa. O primeiro deles é que ela “é provocada por fatores relacionados ao lado da demanda e da oferta”.⁶⁴ O lado da demanda refere-se a situações em que os níveis de pleno emprego estão próximos de serem atingidos, enquanto que uma inflação de oferta está relacionada aos custos de produção e venda do bem. Além desses fatores, a inflação pode estar relacionada com disputas de salário e renda entre trabalhadores e

⁶¹ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p. 95.

⁶² *Id. Ibid*; pág.75.

⁶³ ARESTIS e SAWER (2003) apud SARAIVA (2014).

⁶⁴ MODENESI (2005) apud SARAIVA (2014).

empregadores, seria a chamada inflação de renda.⁶⁵ Um terceiro motivo estaria vinculado ao “tamanho da capacidade instalada de uma economia que não corresponde, necessariamente, ao nível de pleno emprego da força de trabalho”.⁶⁶ Deste modo, o uso da taxa de juros para combater a inflação em determinados casos pode não ser o mais eficaz, levando a economia a reagir de forma ineficiente a este estímulo.

A visão pós-keynesiana discorda dos teóricos do NCM, pois acredita que o livre mercado não consegue alocar de maneira mais eficiente os recursos, sendo que desta forma, as principais diretrizes do Novo Consenso acabam por aprofundar as desigualdades e falhas de mercado. As críticas pós-keynesianas estão baseadas na teoria monetária da produção de Keynes e dos trabalhos de autores como Minsky e Davidson, que argumentam que a moeda não é neutra no longo prazo e, portanto, representa um ativo que concorre com os demais, em ambiente de incerteza fundamental e da preferência pela liquidez.⁶⁷

Neste sentido, os pós-keynesianos defendem a ideia de não neutralidade da moeda, e, na visão desta corrente, os bancos têm capacidade de criar crédito mesmo que não ocorra depósitos prévios, o que caracteriza a disposição dos bancos de criar moeda e influenciar a capacidade e volume de crédito na economia: “Tais firmas objetivam lucro mediante decisões de portfólio que levam em consideração a preferência pela liquidez e avaliação de riqueza, enfrentando o *trade-off* entre compromissos de empréstimos e maximização dos lucros.”⁶⁸ Portanto, nesta visão, a moeda é um ator importante, com possibilidades da política monetária impactar o nível de atividade da economia, dependendo do comportamento dos bancos, a partir de sua preferência pela liquidez.

Desse modo, o uso pontual das PMNC durante as crises ou estendido a situações de normalidade é um outro ponto de divergência entre o NCM e os pós-keynesianos. Enquanto os defensores do Novo Consenso apoiam que as políticas não convencionais devem ser utilizadas apenas em situações de crise, os pós-keynesianos defendem a sua adoção além dos momentos de depressão econômica. A ampliação da política de sinalização, por exemplo, se mostrou uma

⁶⁵ DAVIDSON (2006) apud SARAIVA (2014).

⁶⁶ ARESTIS e SAWER (2005) apud SARAIVA (2014).

⁶⁷ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p. 95.

⁶⁸ DE PAULA (1999) apud SARAIVA (2014).

importante PMNC na crise do *subprime*, e Saraiva (2014) cita como tal política poderia agir sobre a economia em situação de normalidade:

“Deste modo, em períodos normais, as sinalizações de PM que sejam capazes de influenciar a opinião dos indivíduos em relação ao comportamento médio dos agentes, no futuro, terão mais efetividade, reduzindo as incertezas e estimulando atitudes no sentido almejado pela política econômica.”⁶⁹

Como resultado, para os pós-keynesianos, as PMNC adotadas no contexto da crise, tanto as políticas de balanço como de sinalização, são um importante instrumento que deve ser utilizado para sempre que for preciso estimular a economia: “Assim, pode-se concluir que a moeda não é neutra: ela afeta as decisões dos agentes econômicos e, conseqüentemente, o produto e o emprego de uma economia. Se as políticas de quase débito são capazes de afetar uma economia em crise – com elevada preferência pela liquidez – elas também podem ser eficazes em períodos de maior normalidade econômica”.⁷⁰

Os pós-keynesianos atacaram o *mainstream* baseados nas ideias keynesianas da demanda efetiva, da diversidade dos motivos geradores da inflação e da não neutralidade da moeda, apontando que existe inconsistência entre a realidade – o que foi observado na prática com a crise – e a teoria do NCM, além de fazer uma análise de que as políticas fiscal, monetária e financeira devem ser melhor coordenadas para lidar com as alterações no ciclo econômico.

Em função das severas conseqüências da crise econômica de 2008 e das críticas direcionadas à hipótese de mercados eficientes, uma vez que utilizar a política monetária para abrandar ou solucionar os efeitos pós-estouro da bolha não atingiu o objetivo esperado, algumas mudanças sobre o Novo Consenso tiveram que ser pensadas.

Além do uso da PM de forma preventiva à ocorrência de rupturas financeiras, outro ponto revisado foi que a variação na taxa de juros pode provocar alteração da circulação de capitais entre os países, levando autores como Taylor (2012 apud Saraiva 2014) a pensar sobre a possibilidade de um regime de metas “multi países”, que ajudaria na administração das implicações de uma política monetária sobre os diversos países. Já Blanchard *et al* (2010 e

⁶⁹ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p. 154

⁷⁰ Saraiva *et al*. Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais. Economia e Sociedade, Campinas, Unicamp, IE, 2017; p. 33.

2013) aponta para a possibilidade de se fazer um controle de capitais para evitar tamanha volatilidade em períodos de crise.

Adicionalmente, um dos destaques em relação às mudanças para o Novo Consenso foi o uso mais contundente da política fiscal, como forma de evitar e amenizar os efeitos da crise. Como será visto com mais detalhes no próximo capítulo, autores como Romer (2011) e Blanchard (2010) convergem em duas questões. A primeira trata da importância do estabelecimento de um espaço fiscal saudável em momentos economicamente “normais”. A segunda, é que em momentos de crise, esse espaço fiscal deverá ser utilizado para a realização de políticas fiscais expansionistas com feito anticíclico. Ademais, autores também falam sobre o uso de estabilizadores automáticos como uma ferramenta a ser incorporada à política econômica convencional com a finalidade de suavizar os ciclos econômicos. Este tema será tratado com maiores detalhes no próximo capítulo.

CAPÍTULO II - CRISE E A REVISÃO DA POLÍTICA FISCAL

O uso do que ficou conhecido como fiscalismo foi intensificado no pós- crise de 29 e perpetuou-se no pós- segunda Guerra, quando os Estados Unidos, como maior potência da época, adotou uma forte política fiscal com base teórica keynesiana para combater a recessão e alavancar o crescimento econômico dos países em reconstrução. É interessante analisar que o contexto geopolítico do período, marcado pela Guerra Fria, não permitia erros por parte da potência americana, ou seja, a adoção de uma política econômica que não trouxesse crescimento, além de aumento do emprego e diminuição da desigualdade poderia ser a brecha esperada para o avanço comunista.

Dito isto, o entendimento no período era que a política fiscal era a política econômica que mais perto poderia chegar de alavancar todas essas variáveis reais – devido à forte influência das ideias keynesianas no período – o que perdurou até o começo da década de 70, quando começa uma onda de liberalização da conta de capitais de países de todo o mundo e começa a vigorar a ideia do equilíbrio fiscal, onde a palavra de ordem passou a ser o controle dos gastos públicos e crescimento promovido pelas instituições privadas. Na última grande crise experimentada, como já foi dito, os EUA priorizaram o uso de política monetária, enquanto os aportes fiscais foram limitados pelo aparato burocrático do Estado, com a dificuldade de passar as propostas pelo congresso, sempre com preceito de manter as contas públicas em ordem.

Sendo assim, a política fiscal em um momento da história foi uma importante aliada no combate às crises, mas em outro momento, com o nascimento de novas correntes teóricas, isso foi posto em questão. É interessante, então, continuar fazendo uma análise acerca das correntes teóricas que versam sobre a política fiscal e como as suas divergências trazem diferentes entendimentos sobre a maior ou menor eficácia da mesma, além de analisar seu uso efetivo no contexto da crise.

De acordo com Saraiva (2014), quando a política monetária atinge o seu limite, ou seja, quando a taxa de juros está no seu nível mais baixo, uma alternativa é a implementação de política fiscal, para estimular os gastos e gerar demanda agregada, fazendo a economia reagir. Mas, ainda em seu texto, o autor aponta que existem controvérsias diante desse tema, como as críticas monetaristas a respeito do *crowding-out* ou a mais recente teoria de equivalência ricardiana, que são críticas em relação à eficiência da política fiscal. Neste sentido, Mishkin (2012), aponta que o fiscalismo keynesiano em algum momento vai obrigar o governo a

aumentar os impostos ou monetizar a economia através da compra de títulos pelo Banco Central, causando elevação da inflação⁷¹. Já Blanchard (2010), como resultado de reflexões acerca da última crise, aponta os benefícios da adoção de pacotes fiscais como um importante instrumento anticíclico.

Portanto, na sequência serão abordadas mais a fundo algumas visões teóricas sobre a política fiscal, tal como a teoria keynesiana, que é favorável ao uso da mesma, enquanto na outra ponta do debate, estão as críticas friedmanianas e a teoria da equivalência ricardiana. Por fim, serão apresentados os pontos de vista de autores, tal como Blanchard e Romer, que reconheceram a importância de tal política no combate à crise e retomada do crescimento econômico.

II.1 O DEBATE SOBRE A EFICÁCIA DA PF

A teoria econômica de Keynes é tida como revolucionária devido às novas interpretações que ele trouxe, diferenciando-se da teoria clássica, além de novos conceitos que ajudaram a entender melhor o comportamento dos agentes, assim como seu impacto no funcionamento da economia. Alguns conceitos monetários já foram aqui discutidos, tal como os motivos da demanda por moeda e a preferência pela liquidez. Mas existem outros como o princípio da demanda efetiva, os determinantes do investimento e a existência de vários pontos de equilíbrio na economia, que também dizem respeito às variáveis reais e são igualmente importantes.

Para Keynes, a economia gira em torno das decisões de investimento dos empresários, sendo assim, são essas decisões fundamentais que determinam o nível de produto agregado e renda da economia, dada a propensão a consumir dos agentes – é o princípio da demanda efetiva. Os empresários tomam suas decisões de investimento baseados em formulações muito precárias sobre o que esperam dos rumos da economia, e, sendo assim, haveria mais de um equilíbrio possível, não apenas o de pleno emprego como os clássicos previam. Para evitar riscos e possíveis prejuízos em um futuro inesperado, em condições de elevada incerteza, os

⁷¹ SARAIVA, P. J. Três debates sobre os rumos da política monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana. 2014; p. 68.

empresários tenderiam a adquirir ativos mais líquidos ao invés de ativos produtivos de prazo mais longo – que são aqueles que realmente influenciam os níveis de atividade da economia.⁷²

E é por conta desse ambiente de incerteza que o Estado deve intervir, realizando políticas econômicas “que sejam capazes de criar um ambiente de expectativas seguras e otimistas”⁷³. Segundo Pires (2004), Keynes sugere que a política fiscal deve seguir em duas linhas: a do orçamento corrente e a do orçamento de capital. O primeiro se refere aos gastos de consumo que o Estado faz e deve se manter em equilíbrio, enquanto que o segundo se refere aos projetos de investimento e também deve permanecer em equilíbrio, mas no longo prazo. Essa segunda linha de projetos aplacaria um conjunto de investimentos públicos com a finalidade de estabilizar a demanda agregada, “sendo acelerado ou retardado de acordo com os movimentos gerados pela economia”⁷⁴.

Outro ponto importante é entender o conceito do multiplicador do investimentos (k) abordado por Keynes: “Ele nos indica que, quando se produz um acréscimo no investimento agregado, a renda sobe num montante igual a k vezes o acréscimo do investimento.”⁷⁵ Dito isto, fica explícito a importância para Keynes da necessidade de se garantir certo nível de investimento para que a renda no agregado aumente. Indo mais além, o autor também diz que: “se a propensão marginal a consumir não está longe da unidade, as pequenas flutuações no investimento provocarão grandes variações no emprego.”⁷⁶ A propensão marginal a consumir é o quanto da renda adicional é direcionada para o consumo, sendo assim, também é importante frisar o caráter distributivo da renda para garantir o sucesso da política econômica, uma vez que classes de renda mais baixa tendem a consumir todo o incremento de renda e como consequência da elevação do consumo, todo circuito econômico é atingido, assim como o nível de emprego citado por Keynes.

Portanto, segundo Pires (2004), a política fiscal keynesiana consegue atingir positivamente a demanda agregada através de dois canais, um pelo ancoramento das expectativas dos agentes em relação ao futuro incerto da economia, favorecendo um nível de investimentos que puxará a demanda agregada, ao proporcionar um ambiente mais confiável

⁷² PIRES, M. C. C. *O Efeito da Liberalização da Conta de Capital Sobre a Política Fiscal: Evidências para o Caso Brasileiro Recente (1995-2000)*. Brasília, DF: IE/UFRJ, 2004 (Texto para discussão, n.1061); p. 10.

⁷³ *Id. Ibid.*

⁷⁴ *Id. Ibid.*; p. 11.

⁷⁵ KEYNES, J. M. (1935). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996 (Coleção Os Economistas); p. 134.

⁷⁶ *Id. Ibid.*; p. 136.

aos investidores privados. E o segundo se dá através da distribuição de renda, uma vez que as classes menos favorecidas tendem a consumir todo seu incremento de renda, ampliando o impacto da política fiscal sobre o emprego e a renda.

Dando continuidade às ideias de Keynes, alguns outros autores reforçaram as ideias do economista inglês, dando ainda mais ênfase à importância da política fiscal. Tais autores, que ficaram conhecidos como velhos-keynesianos, relegaram à política monetária um papel secundário, por considerarem alta a elasticidade-juros da demanda por moeda e baixa e elasticidade-juros do investimento, e reconheceram na política fiscal a única saída possível para enfrentar crises, uma vez que os gastos públicos teriam elevado efeito multiplicador e gerariam pequeno desestímulo ao investimento⁷⁷. O que ficou conhecido como fiscalismo foi intensificado no pós-2ª Guerra Mundial, quando o governo americano adotou um intenso pacote de gastos extensivo a vários países do mundo.

Os fiscalistas convergiam na ideia de que a política fiscal é um importante instrumento para suavizar as flutuações de curto prazo na demanda agregada, e deveria ser acionada em situações de crise ou quando o produto estiver abaixo do produto potencial. Já em situações em que a demanda se encontra aquecida, o Estado deveria reverter a política, cortando os impulsos fiscais. Entretanto, o modo como a política fiscal deveria ser conduzida era objeto de controvérsia entre os diferentes autores⁷⁸.

Um grupo de autores, conhecido como conservadores, acreditava que a redução de impostos poderia ser muito benéfica para promover a demanda agregada, através do incentivo ao consumo e aumento da poupança para financiar o investimento. Já o segundo grupo, conhecido como progressistas, defendia o aumento dos gastos governamentais como melhor forma de realizar uma política fiscal expansiva⁷⁹.

A respeito das controvérsias entre aumento dos gastos governamentais e diminuição dos impostos, Klein (1952) apresenta uma defesa do primeiro e uma crítica ao segundo, que favorece a ação do Estado através de políticas públicas que buscariam uma reforma social. Segundo o autor, os empresários possuem a premissa de maximização dos lucros, se tornando

⁷⁷ Estudos feitos por Klein (1952) mostraram que a economia possui uma curva IS mais inclinada que a curva LM, corroborando a teoria da síntese neoclássica de que a política monetária seria ineficaz, e abrindo espaço para o uso de política fiscal.

⁷⁸ CARVALHO, F.J.C. et al. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política, 2000; p. 109.

⁷⁹ *Id. Ibid.*

indiferente maximizar uma porcentagem maior ou menor desses lucros: “*The profit-maximizing relations are absolutely invariant. If the tax rate is changed from 40 per cent to 10 per cent, there is no reason why an entrepreneur who is maximizing his individual profits will directly alter his investment decisions.*”⁸⁰

A visão de Klein representa uma das maiores críticas dos progressistas aos conservadores, que é a incerteza de que uma redução dos impostos sobre as empresas irá ser convertido em aumento dos investimentos das mesmas. Em contrapartida, o autor cita gastos governamentais em projetos voltados para a melhoria da condição de vida de uma parcela da população de renda mais baixa, e que a iniciativa privada não teria interesse em realizar, devido ao risco e demora no retorno desses investimentos:

*“It is well known that the magnitude of all such building programs that are socially desirable could insure full employment in the United States for several years, at least. Here is an obvious method for stimulating the level of investment; the government directly invests in socially desirable projects which will supplement private investment so that full employment can be maintained.”*⁸¹

Portanto, o receituário dos velhos-keynesianos é de que o aumento dos gastos ou corte de impostos gera aumento da demanda agregada, além de distribuição de renda, permitindo que a classe mais baixa tenha acesso ao consumo, reaquecendo a economia. A visão dos pensadores keynesianos fortalece o uso de política fiscal tanto em momentos de crise, quanto para promover o crescimento.

Entretanto, a visão ortodoxa, derivada da teoria clássica sobre o uso de política fiscal coloca em questão a eficácia da mesma, uma vez que tal política fiscal afeta a taxa de juros, impactando nas decisões de consumo, poupança e investimento.

Ao aumentar seus gastos, o governo tem a possibilidade de patrociná-lo de três formas: emitindo moeda, títulos públicos ou aumentando os impostos. Na visão clássica, o aumento do estoque de moeda, seja ele arbitrário ou com a finalidade de cobrir déficits públicos, somente acarreta um aumento no nível de preços, sem qualquer impacto positivo sobre o produto⁸². Em se tratando de emissão de títulos públicos, a medida em nada influenciará o nível do produto e

⁸⁰ KLEIN, L. R. *The Keynesian Revolution*. Londres: The Macmillan Press LTD, 1996; p. 171.

⁸¹ Id. *Ibid*; p. 170.

⁸² FROYEN, Richard T. *Macroeconomia*. São Paulo: SARAIVA, 2002. 5ª ed, p.79

do preço de equilíbrio. Isso ocorre devido ao impacto do aumento da emissão de títulos sobre a taxa de juros⁸³.

De acordo com a corrente ortodoxa, em uma situação inicial, sem intervenção do Estado realizando aumento de gastos governamentais, a demanda pelos fundos é feita apenas pelo setor privado, e a taxa de juros de equilíbrio é aquela que iguala o nível de poupança e investimento da economia, sendo a demanda igual à oferta ao nível de pleno emprego. Quando o governo decide aumentar seus gastos, realizando uma política fiscal expansiva, a oferta de títulos é ampliada, mas a quantidade de agentes emprestadores não se modifica, e, como consequência, a nova taxa de juros que iguala o nível de poupança ao nível de investimento será maior⁸⁴.

Quando a taxa de juros sobe, as pessoas estarão mais dispostas a abdicar do consumo presente para consumir mais no futuro, aumentando o seu nível de poupança. Outro efeito é sentido sobre os investimentos, que caem a uma taxa de juros maior, pois os custos de financiamento aumentam e uma quantidade menor de projetos continua sendo lucrativa. O resultado é que o aumento da poupança, representado pela abdicção do consumo, e a queda nos investimentos, devido ao aumento dos custos de capital, são iguais à variação dos gastos governamentais. Portanto, o aumento dos gastos governamentais financiados via emissão de títulos vai diminuir o consumo e o investimento no mesmo montante que o próprio aumento de gastos – o chamado efeito *crowding-out* – e por isso não atinge o produto, nem o nível de preços⁸⁵.

No caso de um corte nos impostos, o que se espera é o aumento do consumo no curto prazo, que causa deslocamento da demanda agregada e do emprego; mas outra consequência é a queda do nível de poupança, levando à alta na taxa de juros. O aumento da taxa de juros torna os investimentos menos atraentes, gerando, no longo prazo, diminuição no estoque de capital e impactando negativamente o produto nacional.⁸⁶ Ou seja, de acordo com a visão ortodoxa, um corte nos impostos pode gerar impacto positivo na economia no curto prazo, mas que não se sustenta no longo prazo.

Lopreato (2006) sinaliza que existe um certo consenso entre os economistas ortodoxos de que o aumento do déficit público causa, tão somente, um aumento da taxa de juros no longo

⁸³ *Id. Ibid.*

⁸⁴ *Id. Ibid.*

⁸⁵ *Id. Ibid*; p. 80-81.

⁸⁶ MANKIWI, N. G. *Macroeconomia*. Rio de Janeiro: LTC, 2004; p. 284.

prazo, e, como foi dito acima, com reflexos negativos no saldo da conta poupança e dos níveis de investimento. O autor aponta que: “Assim, o efeito positivo do aumento do déficit público no consumo e na renda não se mantém no longo prazo. O aumento do déficit público e, conseqüentemente, a menor taxa de poupança nacional reduz o crescimento do investimento e do estoque de capital, deixando como resultado apenas o aumento da taxa de juros.”⁸⁷ Vale notar que, tanto no caso do aumento dos gastos públicos como no caso do corte de impostos, no longo prazo, há comprometimento da capacidade de crescimento pela redução do investimento.

Além da visão clássica sobre o efeito deslocamento, como foi exposto acima, a teoria da equivalência ricardiana também combate o uso de política fiscal para atingir os níveis de emprego e renda da economia. De acordo com esta visão, quando o governo decide aumentar os gastos ou executar uma política de redução de impostos, em algum momento no futuro ele terá que pagar essa dívida aumentando novamente os impostos. Cientes desta condição, supondo que os agentes tenham expectativas racionais⁸⁸, os consumidores aumentarão sua poupança presente para fazer frente ao aumento dos impostos no futuro. Nestes termos, a política fiscal terá impacto nulo sobre a economia, pois, no mesmo montante em que o governo aumenta seus gastos ou reduz impostos, os agentes ajustam seu consumo, ou seja, a soma da poupança pública mais a poupança privada permanece igual.⁸⁹ Sendo assim, nem mesmo a redução de impostos estimularia a economia no curto prazo.

Portanto, a teoria da equivalência ricardiana parte do pressuposto que os agentes são racionais nas suas decisões de consumo presente, avaliando qual o impacto de uma política fiscal na sua renda futura e, deste modo, anulando os efeitos da política fiscal. Contudo, vale ressaltar que, na visão dos economistas ortodoxos, nem sempre os cortes fiscais terão efeito nulo, dependendo dos objetivos da autoridade econômica. Quando o governo pretende diminuir

⁸⁷ LOPRERATO, F. L.C. *O papel da política fiscal: um exame da visão convencional*. São Paulo, SP: IE/UNICAMP, 2006 (Texto para discussão, n.119); p. 20.

⁸⁸ Os agentes formam expectativas racionais quando eles passam a tomar suas decisões olhando não somente para o passado (*backward-looking*), mas passam a considerar também o futuro (*forward-looking*). Desse modo, um agente racional não comete o mesmo erro diversas vezes. Um exemplo de expectativas racionais seria levar em consideração o impacto do aumento do estoque de moedas sobre a expectativa de inflação, um agente que não faz esse tipo de análise e olha apenas para a inflação passada para fazer suas previsões não está racionalizando suas escolhas. Segundo Cardim: “Não importa aos teóricos novo-clássicos se, de fato, os agentes conhecem a teoria econômica que, segundo eles, é capaz de explicar os fenômenos reais. (...) Não é necessário conhecer a teoria quantitativa da moeda para se saber que um aumento do estoque de moeda provoca inflação. Basta reagir elevando os preços e os salários todas as vezes que o governo inflar a economia com moeda.” CARVALHO, F.J.C. et al. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*, 2000; cap. 10.

⁸⁹ MANKIWI, N. G. *Macroeconomia*. Rio de Janeiro: LTC, 2004; p. 285.

impostos, visando igualmente diminuir seus gastos no futuro, os agentes, de fato, se sentirão possuidores de maior riqueza e estarão dispostos a aumentar seu consumo presente⁹⁰. Do mesmo modo funciona uma diminuição dos gastos governamentais, um anúncio de que tais gastos serão diminuídos no futuro, gera impacto positivo no consumo presente.⁹¹ Neste sentido, é importante que a autoridade também tenha uma clara comunicação com os agentes consumidores no intuito de que o objetivo da política fiscal não seja mal interpretado.

Entretanto, existem alguns questionamentos à validade da teoria da equivalência ricardiana. O primeiro seria sobre uma possível miopia sofrida pelos indivíduos e que, portanto, os impediria de ser tão racionais e projetar seu orçamento levando em consideração os gastos governamentais. O segundo argumento fala que o aumento dos gastos governamentais é como um empréstimo do governo aos agentes, e que tais agentes têm em consideração a renda corrente como fator mais importante para determinar seu consumo. Portanto, quando o governo aumenta seus gastos, ele está aumentando a renda corrente do trabalhador e induzindo o aumento de seu consumo. O terceiro argumento discorre sobre a possibilidade do financiamento dos gastos ou corte fiscal ser feito por futuras gerações, por exemplo, se o governo emite títulos da dívida com vencimento em um prazo muito longo, o que implicaria que a geração atual poderia aumentar seu consumo com a tranquilidade de que não seria responsável pelo financiamento integral de tal política.⁹²

Em suma, diante do que foi exposto acima, apesar das críticas, tanto o efeito *crowding-out* quanto a teoria da equivalência ricardiana sustentam a posição de que a política fiscal expansionista não traz benefícios consistentes para o crescimento econômico.

A análise feita até agora foi baseada nas principais teorias econômicas sobre o funcionamento da política fiscal, fazendo um levantamento das principais linhas teóricas para entender como a economia pode reagir, a partir de diferentes visões, aos estímulos fiscais feitos pelo Estado. Retornando ao cenário da crise econômica de 2008, é interessante analisar que alguns autores, os quais tradicionalmente possuem uma visão ortodoxa, convergiram no que diz respeito à necessidade de maior estímulo fiscal para evitar que as consequências da depressão americana fossem ainda maiores. Isso pode ser apontado como uma grande

⁹⁰ *Id. Ibid.*

⁹¹ *Id. Ibid*; p. 286.

⁹² *Id. Ibid*; p. 287.

contribuição para o fortalecimento da política fiscal como uma ferramenta importante no combate às crises.

De acordo com Romer (2011), existia um certo consenso entre macroeconomistas e formuladores de políticas públicas de que a estabilização de curto prazo deveria ser buscada através do uso da política monetária devido à facilidade em manipular e aplicar tal ferramenta, por ser mais isenta de pressões políticas – este argumento de Romer está em conformidade com as diretrizes do Novo Consenso Macroeconômico, que indicava o uso de PM para tratar economias em recessão, tal como para lidar com efeitos pós estouro de bolhas. Mas a crise americana, ao que parece, colocou muitas convicções à prova, como o próprio autor relata:

“We now know that this view was wrong. We suffered shocks larger than what almost anyone thought was within the realm of reasonable possibility. The constraint imposed by the zero lower bound turned out to be huge (for example, Rudebusch, 2009). And central banks did not use tools other than the policy rate on a scale even remotely close to large enough to make up for the loss of stimulus caused by the zero lower bound.”⁹³

Romer indaga que a política monetária deveria ter sido utilizada de maneira mais agressiva para evitar uma queda tão grande na demanda agregada, mas, ao que parece, o Banco Central não esteve tão engajado em evitar uma retração no lado real da economia no mesmo nível que esteve em evitar perdas financeiras. Diante disto, o autor propõe que a saída para as situações onde a política monetária não consegue evitar o que foi exposto acima, é utilizar a política fiscal. Além disso, no mesmo texto, Romer diz que o estímulo fiscal deve ser incorporado às ferramentas macroeconômicas para combater futuras deficiências na demanda.

O autor realça ainda a importância de se ter um ambiente fiscal saudável para que, em situações de crise, o Estado tenha condições de realizar os aportes necessários: *“aggressive fiscal stimulus can greatly reduce the costs of a macroeconomic crisis, but lack of fiscal space can greatly constrain stimulus. It follows that having fiscal room to maneuver is very valuable.”⁹⁴*

Em alguns países, como Austrália, China e Coréia do Sul, esse espaço fiscal foi essencial para o empreendimento de expansões fiscais relativamente grandes. Tal como no caso da Islândia, o aumento da relação dívida/PIB, que cresceu cerca de 100 pontos percentuais, não

⁹³ ROMER, D. *What Have We Learned about Fiscal Policy from the Crisis?* 2011. In: IMF Conference on Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis. University of California, Berkeley; p. 2.

⁹⁴ *Id. Ibid*; p. 6.

foi impedimento para que o país implementasse uma política fiscal agressiva para barrar umas das crises mais fortes que a ilha já enfrentou. No contexto do lançamento do artigo de Romer, o autor percebeu que a economia americana demonstrava lentidão em sua recuperação, atribuindo tal demora em parte aos entraves políticos e à postura hostil dos países em relação ao papel da política fiscal e sua importância na recuperação da economia:

“In the advanced economies, we should have more aggressive use of creative monetary policy, more short-run fiscal stimulus, and the enactment of measures to address the long-run fiscal problems. But the political environment is skeptical of monetary actions, hostile to fiscal stimulus, and only a shade more open to long-run fiscal consolidation than it usually is.”⁹⁵

Continuando a análise do papel anticíclico da política fiscal durante a crise do *subprime*, Blanchard *et al* (2010) também fazem uma crítica convergente com a de Romer, descrita acima. Existe um reconhecimento que tanto os formuladores de política fiscal, quanto a academia influenciada pela corrente ortodoxa negligenciaram a política fiscal a partir dos anos 90, e os autores citam algumas razões principais para isso ter acontecido. O primeiro seria o amplo ceticismo que envolve o uso de impulsos fiscais, o qual se baseia em grande parte no discurso da teoria da equivalência ricardiana. O segundo foi a amplificação do uso de política monetária como principal ferramenta estabilizadora do hiato do produto – o que também é fonte de crítica dos autores. Em seguida, Blanchard *et al* dizem que a necessidade de contenção dos gastos e diminuição da dívida pública nos diversos países limitou os gastos realizados pelo governo, enquanto que nos mercados emergentes a situação ainda é agravada pelo pequeno desenvolvimento do mercado de títulos. Em quarto lugar, os autores falam da demora em formular e implementar saídas fiscais, que, em conjunto com a breve duração das recessões, resultaram no mal desempenho de tais políticas. Por último, e não menos importante, estaria a dificuldade em se obter o engajamento político necessário para que as reformas fiscais fossem executadas.

Na década de 90, com a crise japonesa, temos um caso importante onde a política fiscal ainda foi utilizada para tentar combater, pelo menos, em algum nível, a forte tendência anticíclica, mas, logo em seguida, o redirecionamento foi o foco na sustentabilidade da dívida. Entretanto, isso deixou de ser um controle de curto prazo, para se tornar a grande meta de longo prazo, e o que se observou foi uma grande mobilização do Estado em manter as contas fiscais sempre em ordem – e nos países emergentes soma-se ainda o objetivo de manter longe o

⁹⁵ *Id. Ibid*; p. 9.

fantasma do *default*.⁹⁶ Essa nova agenda passou a limitar o espaço disponível para o uso de política fiscal e, cada vez mais, a política monetária foi se sobressaindo como a opção mais viável para as crises, como pôde ser visto na crise das empresas “pontocom”.

A crise do *subprime*, no entanto, alcançou uma magnitude muito maior do que as crises anteriores, forçando os Bancos Centrais a diminuir a taxa de juros a patamares próximos a zero, atingindo a *zero lower bound*. Com a queda brusca da demanda agregada, havia expectativa de deflação por conta do aumento da capacidade ociosa da economia, portanto, mesmo com cortes significativos na taxa de juros nominal, levando-a próxima ao *lower-bound*, a taxa de juros real permanecia positiva, dificultando ainda mais a recuperação da economia, e diante disso, uma das consequências principais foi a necessidade de maiores déficits e de maior confiança na política fiscal do que no período anterior à adoção de uma taxa de juros próxima a zero.⁹⁷ Sobre isso, Blanchard *et al* relatam que:

*“But it is clear that the zero nominal interest rate bound has proven costly. Higher average inflation, and thus higher nominal interest rates to start with, would have made it possible to cut interest rates more, thereby probably reducing the drop in output and the deterioration of fiscal positions.”*⁹⁸

Ainda segundo Blanchard *et al*, a crise americana devolveu à política fiscal um papel de importância dentro das ferramentas macroeconômicas por dois motivos principais. O primeiro foi que: *“to the extent that monetary policy, including credit and quantitative easing, had largely reached its limits, policymakers had little choice but to rely on fiscal policy.”*⁹⁹ E, em segundo lugar, a extensa duração da crise foi fator fundamental para que as medidas de expansão fiscal fossem implementadas e mostrassem resultados positivos.

Nesse sentido, Blanchard *et al*, em convergência com Romer, ressalta a importância do espaço fiscal para que o Estado consiga implementar as reformas necessárias. Países desenvolvidos com elevado nível de endividamento tiveram capacidade limitada para fazer política fiscal, ao passo que países emergentes, que possuíam baixo nível de endividamento

⁹⁶ BLANCHARD, O.; DELL’ARICCIA, G.; MAURO, P. *Rethinking Macro Policy*. Washington: International Monetary Fund, 2010; p. 5.

⁹⁷ *Id. Ibid*; p. 8.

⁹⁸ *Id. Ibid*; p. 8.

⁹⁹ *Id. Ibid*; p. 9.

quando entraram na crise, conseguiram aplicar uma política fiscal agressiva em resposta a uma situação excepcional.¹⁰⁰

Sendo assim, os autores destacam a importância de se retornar aos níveis de endividamento anteriores à crise, fazendo ajustes fiscais e aproveitando os momentos de rápida recuperação para diminuir a relação dívida/PIB, garantindo o espaço fiscal para momentos de recessões mais fortes: *“The recipe to create additional fiscal space in the years ahead and to ensure that economic booms translate into improved fiscal positions rather than procyclical fiscal stimulus is not new, but it acquires greater relevance as a result of the crisis.”*¹⁰¹

Mas, ainda assim, um fator tem sido apontado como um ponto negativo para o uso mais recorrente da política fiscal, a demora entre a concepção das políticas e sua aplicação de fato. Devido à necessidade de estudos para a formulação e aprovação dos pacotes fiscais, além da relação política existente por trás disso, o retardo entre o planejamento e a execução da política fiscal, quando se trata de crises periódicas, é considerado um ponto crucial. Durante a crise americana, segundo Blanchard *et al*, do pacote fiscal promulgado em fevereiro de 2009, apenas metade do valor total era projetado para ser gasto até o fim do mesmo ano¹⁰² – vale ainda ressaltar que mesmo com o retardo na aplicação dos impulsos fiscais, a extensão e magnitude da depressão de 2008, possibilitou resultados positivos de tais pacotes. Em virtude disso, existem alguns mecanismos que podem ser adotados e visam a estabilização da economia através de estímulos fiscais, que podem ser usados sem grande perda de tempo quando se trata de crises cíclicas. Tais estabilizadores são caracterizados por Blanchard *et al* em dois tipos.

O primeiro estaria ligado à realização de programas sociais com caráter mais definitivo, tais como auxílio desemprego e os impostos de renda progressivos, o que necessitaria ampliar a participação do Estado em situações de crise para assistir uma parcela maior da população. Já o segundo tipo de estabilizador poderia ser acionado a partir de gatilhos preestabelecidos e abrangeria políticas temporárias destinadas a classes menos favorecidas, tal como diminuição dos impostos, ou ainda subsídios para as empresas que pretendem investir. Segundo os autores, o segundo tipo de estabilizador é mais eficiente em virtude do caráter temporário e de maior facilidade no direcionamento da política para atingir um público específico, além de não comprometer o orçamento em um prazo mais longo.

¹⁰⁰ *Id. Ibid*; p. 9.

¹⁰¹ *Id. Ibid*; p. 15.

¹⁰² *Id. Ibid*; p. 9.

Em suma, essa análise nos mostra que a magnitude da crise do *subprime* foi desafiadora para os economistas que defendiam que somente a política monetária poderia controlar os efeitos de uma crise, a qual se mostrou limitada após atingir a *zero lower bound*. Diante disso, o governo americano também recorreu à política fiscal, realizando volumosos aportes direcionados a diferentes setores afim de atingir as variáveis reais da economia. Como será visto no próximo item, tais estímulos no seu total foram menos expressivos do que os gastos totais realizados com a política financeira e monetária do Fed, mas a análise de seus impactos é de grande importância para a condução das políticas econômicas em futuras crises.

II.2 CRISE NOS EUA E O USO DA POLÍTICA FISCAL

O pacote fiscal americano foi alvo de intensas críticas, originando uma grande discussão a respeito dos efeitos que gerou sobre algumas variáveis econômicas, tais como o PIB, o emprego e a renda. De acordo com dados do *Council of Economic Advisors* (apud Blinder e Zandi), o valor total do pacote ficou em torno de U\$ 1,5 trilhões, sendo o seu principal componente o *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), que representou mais de U\$ 800 bilhões em investimento em áreas como saúde, educação, infraestrutura, transferência de renda e cortes de impostos. O Quadro 3 abaixo resume os principais componentes do plano fiscal do governo americano e seus respectivos valores, tais como os principais itens do ARRA.

Quadro 3- Fiscal Stimulus During the Great Recession (billions of dollars)

	Spending
Total Fiscal Stimulus	1,484
Economic Stimulus Act of 2008	170
American Recovery and Reinvestment Act of 2009	832
• Infrastructure and other spending	147
• Transfers to state and local governments	188
• Transfers to persons	307
• Tax cuts	190
Cash for clunkers	3
HIRE Act (Job Tax Credit)	17
Worker, Homeownership, and Business Assistance Act of 2009	91
Department of Defense Appropriations Act of 2010	2
Education Jobs and Medicaid Assistance Act	26
Tax relief, unemployment insurance reauthorization, and Job Creation Act of 2010	189
Temporary Payroll Tax Cut Continuation Act of 2011	29
Middle Class Tax Relief and Job Creation Act of 2012	125

Fonte: CBO, Treasury, Recovery.gov, IRS, Department of Labor, JCT, Council of Economic Advisors, Moody's Analytics (apud Blinder e Zandi)

O *Economic Report of the President* (ERP) de 2009 (apud DAVIES, 2011;p.24) , fala da ação esperada sobre a economia do pacote fiscal implementado:

“The primary purpose of these [stimulus] actions was to provide short-term, countercyclical stimulus to the economy by encouraging short-run growth in consumer spending

and business investment. Tax rebates were chosen as the best way to provide this short-term stimulus because of the speed with which they put money into the hands of people most likely to spend it. Similarly, the business tax incentives were designed to encourage firms to accelerate purchases of capital equipment, making such purchases in 2008 rather than waiting until 2009 or later. Compared to the paths consumption and investment would have otherwise followed, the rebates appear to have boosted real personal consumption expenditures in the second quarter of 2008 and the accelerated depreciation was expected to boost business investment throughout 2008.”

Os impulsos fiscais também foram destinados a conter a depressão do mercado imobiliário, que se aprofundava cada vez mais. Neste sentido, os esforços foram em direção à suspensão temporária dos impostos que recaíam sobre a dívida hipotecária, ainda no governo Bush. Com o governo Obama, a atenção a este mercado foi intensificada, uma vez que linhas de crédito foram destinadas exclusivamente aos tomadores de hipotecas, devido à importância desse mercado na economia americana.¹⁰³ Tais impulsos, que ficaram conhecidos como *Federal Housing Administration* (FHA), foram contabilizados no valor de 100 bilhões de dólares.¹⁰⁴ Blinder e Zandi também apontam que essas linhas de crédito foram importantes para “quebrar a psicologia deflacionária viciosa que havia dominado o mercado imobiliário”¹⁰⁵ e, desse modo, os compradores deixaram de esperar que o preço caísse mais ainda para tomar a decisão da compra de imóveis.

Os resultados esperados da expansão fiscal pelo governo do presidente Barack Obama eram de que se evitasse a perda de cerca de quatro milhões de empregos, além de impedir que a taxa de desemprego superasse os 8,0%. Com relação ao PIB, o ERP de 2010 estimou, com base em estudos econométricos, que o ARRA contribuiu com aproximadamente 2,8 pontos percentuais para o crescimento no segundo trimestre, já no terceiro e quarto trimestre, a contribuição foi de 3,9% e 1,8%, respectivamente.¹⁰⁶ A tabela 2 abaixo resume os impactos dos estímulos fiscais ao longo dos anos sobre a economia, com relação ao PIB, à criação de empregos e à mudança no nível de desemprego.

¹⁰³ BLINDER, A. S.; MARK, Z. *The Financial Crisis: Lessons for the Next One*. Washington, 2015; p. 13.

¹⁰⁴ *Id. Ibid*; p. 8.

¹⁰⁵ *Id. Ibid*; p. 14.

¹⁰⁶ ERP (2010) apud DAVIES (2011); p. 26.

Tabela 2- Policy Responses to the Great Recession Boosted GDP and Jobs and Reduced Unemployment

		Cumulative Boost to Real GDP (%)	Cumulative Number of Jobs Added (Millions)	Cumulative Change in Unemployment (Percentage Points)
Total Policy Response	2009	6.0	3.6	-2.0
	2010	13.5	8.5	-5.4
	2011	16.3	10.1	-6.8
	2012	16.0	9.9	-6.7
Fiscal Stimulus, including Recovery Act	2009	1.6	0.8	-0.3
	2010	3.6	2.7	-1.2
	2011	3.3	2.7	-1.7
	2012	2.9	2.2	-1.4
Financial Response	2009	2.8	2.1	-1.0
	2010	5.6	4.5	-2.7
	2011	5.6	4.9	-2.9
	2012	6.4	4.9	-2.8

Fonte: BEA, BLS, Moody's Analytics (apud Blinder e Zandi)

Outro indicador importante analisado por diversos pesquisadores que estudam as políticas econômicas da crise do *subprime* são os multiplicadores dos gastos fiscais¹⁰⁷. Tais multiplicadores, assim como outros resultados, também são fonte de divergência entre os cientistas econômicos. Davies *et al* citam o estudo de Valerie Ramey para a revista *American Economics*, onde a autora fez um trabalho envolvendo 50 estados americanos e suas respostas aos estímulos federais de 2008, concluindo que os multiplicadores ficaram em uma faixa que variava entre 0,8 e 1,5, enquanto a administração do governo Obama havia anunciado um multiplicador dos gastos de 1,5.¹⁰⁸ Outro ponto abordado pelo estudo de Ramey, foi o custo de geração por emprego no período de 2008 a 2010, mostrando que os valores variam em torno de 25 mil a 400 mil dólares a depender do setor em que o posto de trabalho é gerado.¹⁰⁹ Esse mesmo estudo também buscou analisar o crescimento do emprego estatal em função da ajuda aos estados durante um período de 20 meses após a aprovação do projeto em fevereiro de 2009.

¹⁰⁷ O multiplicador de gastos nos diz o quanto o PIB cresce a partir do gasto governamental de uma unidade monetária. Um multiplicador com valor 2 quer dizer que o aumento do gasto do governo em uma unidade monetária gera um aumento de 2 unidades monetárias no PIB. Fonte: BLINDER, A. S.; MARK, Z. *The Financial Crisis: Lessons for the Next One*. Washington, 2015; p. 17.

¹⁰⁸ *Id. Ibid.*

¹⁰⁹ O custo de 400 mil dólares é referente a empregos originados na atividade militar, enquanto que o valor de 25 mil dólares é baseado no estudo de economias mais inclusivas. Fonte: DAVIES, A.; YANDLE, B.; THIEME, D. & SARVIS, R. *The U.S. Experience With Fiscal Stimulus. A Historical and Statistical Analysis of U.S. Fiscal Stimulus Activity, 1953-2011*. Washington: Mercatus Center at George Mason University, 2012; p. 30.

Nesse caso, os multiplicadores ficaram em torno de 0,5 a 1,0, com efeitos positivos na geração de emprego para o setor de construção civil.¹¹⁰

Já de acordo com John A. Taylor (apud Davies *et al* 2012), que examinou três períodos em que ocorreram aumento dos gastos governamentais e redução de impostos (2001, 2008 e 2009), tais incentivos são direcionados pelos indivíduos ao pagamento de dívidas e formação de poupança, contrariando o modelo keynesiano de que tais estímulos contra cíclicos seriam utilizados pelos agentes para aumentar o consumo e reaquecer a economia.¹¹¹ O gráfico 4 abaixo mostra o comportamento de diferentes multiplicadores, de acordo com a visão de alguns pesquisadores econômicos, conforme as políticas econômicas vão sendo implementadas e aprofundadas. Da figura é possível depreender que existe um certo consenso entre estes economistas de que quando a economia está longe do pleno emprego, o multiplicador tem maior expressão e, portanto, a política fiscal é mais eficaz. Entretanto, conforme a atividade econômica acelera, as opiniões sobre a eficácia dos gastos governamentais sobre o PIB se tornam conflituosas. Sobre isso, Blinder e Zandi dizem que:

“When the economy has a large output gap, that is, when actual GDP is far below potential GDP, as it was in early 2009, the multipliers are large and persistent. For example, the early-2009 multiplier for infrastructure spending in the Moody’s model is very close to what the Obama administration assumed. However, as the output gap disappears, the multipliers diminish quickly.”¹¹²

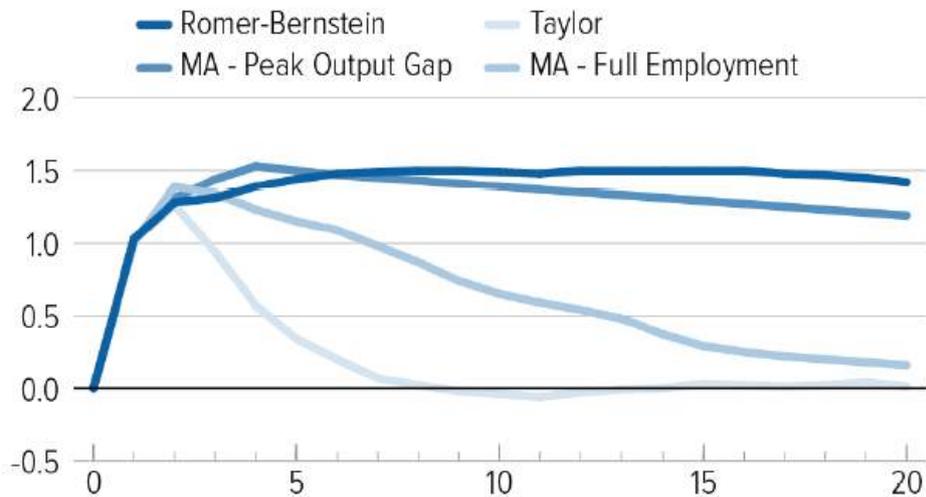
¹¹⁰ Nesse caso, os custos ficaram em uma média de 170 mil dólares por geração de posto de trabalho. Fonte: DAVIES, A.; YANDLE, B.; THIEME, D. & SARVIS, R. *The U.S. Experience With Fiscal Stimulus. A Historical and Statistical Analysis of U.S. Fiscal Stimulus Activity, 1953-2011*. Washington: Mercatus Center at George Mason University, 2012; p. 30.

¹¹¹ TAYLOR, J. A. “An Empirical Analysis of the Revival of Fiscal Activism in the 2000s,” *Journal of Economic Literature* 49, no. 3 (2011): 686–702 (apud TAYLOR; p. 32).

¹¹² BLINDER, A. S.; MARK, Z. *The Financial Crisis: Lessons for the Next One*. Washington, 2015; p. 17.

Gráfico 4- Fiscal Multiplier Estimates

Estimates of federal government spending multipliers a given number of quarters after a policy change



Fonte: BEA, Moody's Analytics (apud Blinder e Zandi)

Na mesma linha de Taylor, Freedman também combate o uso da política fiscal para restabelecer a economia, analisando os efeitos tanto no curto, quanto no longo prazo. O autor, que é um clássico opositor das ideias keynesianas, concluiu seus estudos dizendo que o multiplicador varia de 1,3 a 0,2, dependendo da área em que o gasto é direcionado. O primeiro valor se refere a investimentos na área de infraestrutura, enquanto que o segundo valor corresponde a transferências sociais, como seguro desemprego. Além dos possíveis valores para o multiplicador, Freedman chama atenção para o efeito *crowding-out*, dizendo que: “(...) a permanent 0.5 percentage points increase in the U.S. deficit to GDP ratio leads to a 10 percentage points increase in the U.S. debt to GDP ratio in the long run.”¹¹³ Os efeitos da dívida no longo prazo também recaem sobre as taxas de juros, aumentando-as em níveis mundiais e, de acordo com o economista, impactaria negativamente a produção dos EUA em cerca de 0,3 a 0,6%¹¹⁴. Em resumo, para Freedman, não há benefícios para economia ao se adotar uma política fiscal expansiva, pois os efeitos no longo prazo minam os benefícios

¹¹³ Charles Freedman et al., “Fiscal Stimulus to the Rescue? Short-Run Benefits and Potential Long-Run Costs of Fiscal Deficits” (IMF Working Paper WP/09/255, International Monetary Fund, Washington, DC, 2009). (apud DAVIES; p. 32)

¹¹⁴ Charles Freedman et al., “Fiscal Stimulus to the Rescue? Short-Run Benefits and Potential Long-Run Costs of Fiscal Deficits” (IMF Working Paper WP/09/255, International Monetary Fund, Washington, DC, 2009). (apud DAVIES; p. 33)

adquiridos no curto prazo, ou seja, as conquistas não se sustentam e o preço a ser pago no futuro pode ser maior que o impulso adquirido inicialmente.

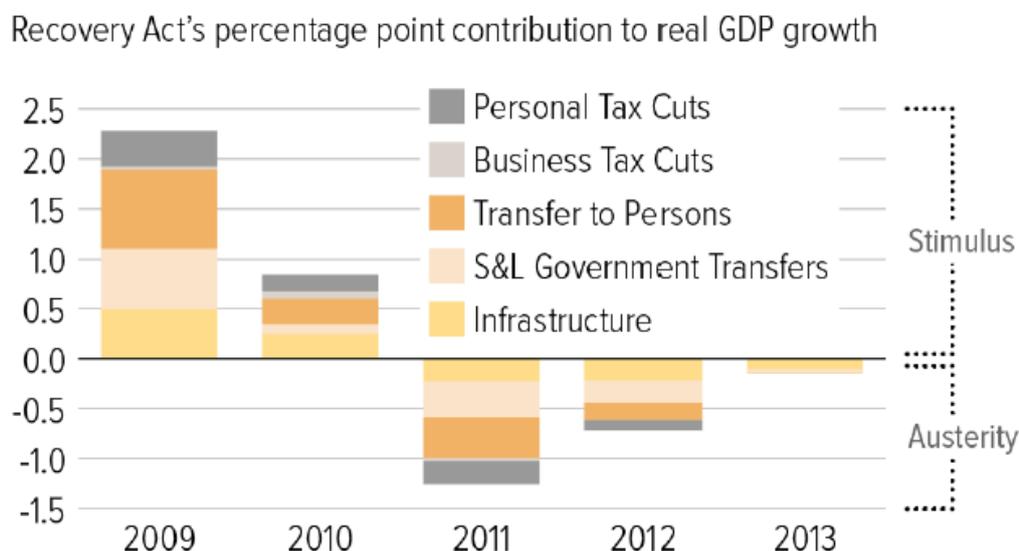
Blinder e Zandi também apontam que os multiplicadores variam bastante de acordo com o direcionamento da política fiscal. Entretanto, diferentemente de Freedman, os autores afirmam que: “*Direct income support to low-income and unemployed individuals has some of the largest bang for the buck, with the temporary increase in SNAP benefits topping the list.*”¹¹⁵ O *Supplemental Nutrition Assistance Program’s* (SNAP) representa uma forma de transferência social e foi alvo das políticas fiscais expansionistas com alguns programas como o *Temporary Increase in Food Stamps*, que apresentou um multiplicador da ordem de 1,74 – o mais alto multiplicador dentre os componentes de gasto governamental, de acordo com os dados do *Moody’s Analytics*. Além do programa de alimentação, outros dois programas com caráter social também estão no topo da lista com os maiores multiplicadores, são os programas de financiamento para o trabalho compartilhado e o aumento dos benefícios do seguro desemprego – cada um possui um multiplicador de 1,69 e 1,61, respectivamente. Já os gastos com infraestrutura apresentaram um multiplicador de 1,57 e os gastos em defesa, de 1,53.¹¹⁶ Dessa forma, o trabalho de Blinder e Zandi contraria os resultados de Freedman, que diz que gastos em transferências sociais não representam um retorno no futuro maior que o gasto feito inicialmente.

De acordo com Blinder e Zandi, apesar de os pacotes fiscais terem gerado muitas discussões a respeito de seus resultados, eles foram de extrema importância para barrar o declínio acentuado da economia e promover uma reação da atividade econômica. Todos os gastos fiscais combinados, teriam proporcionado um aumento de 2% ao PIB em 2009 e quase 1% até o final de 2010. No curto prazo, os cortes de imposto foram de grande importância para reaquecer o consumo, enquanto a expansão dos gastos foi um elemento que contribuiu para a manutenção do crescimento em um prazo mais longo. Como pode ser visto, na figura 2 abaixo, a partir de 2011, a lei de recuperação foi enfraquecida e teve consequências diretas sobre o desempenho do PIB.

¹¹⁵ BLINDER, A. S.; MARK, Z. *The Financial Crisis: Lessons for the Next One*. Washington, 2015; p. 17.

¹¹⁶ Esses dados foram extraídos da tabela 5 do trabalho de BLINDER (2015); p. 18.

Figura 2- *From Fiscal Stimulus to Fiscal Austerity*



Fonte: Moody's Analytics (apud Blinder e Zandi)

Os autores também usaram o modelo macroeconômico do *Moody's Analytics*¹¹⁷ para avaliar como seriam os possíveis cenários sem a implementação de política fiscal, simulando que nenhum corte de impostos ou aumento de gastos fossem feitos. O quadro 4 abaixo mostra o desempenho de algumas variáveis, como o PIB, a taxa de desemprego e o índice de preços ao consumidor, e em todas essas variáveis os estímulos foram importantes para diminuir o impacto da crise. Nos anos de 2010 e 2011, por exemplo, sem o estímulo fiscal, o PIB teria caído mais de 3%, enquanto que a taxa de desemprego poderia ter chegado a um patamar quase vinte por cento maior que as taxas comprovadas de desemprego. O *Consumer Price Index* (CPI) também apresentou valores superiores comparados à ausência do pacote de estímulos fiscais, e como já foi dito anteriormente, o problema de baixa inflação – ainda pior quando se trata de deflação – é danoso para a política monetária, comprometendo sua eficácia. Em termos de quantidade, somente o ARRA estimulou a geração de cerca de 3 milhões de empregos no período em que a política fiscal estava sendo mais utilizada, reduzindo a taxa de desemprego em mais de 1,5 pontos percentuais.¹¹⁸

¹¹⁷ De acordo com BLINDER (2015): “The Moody's model is regularly used for similar purposes: forecasting, scenario analysis, bank stress-testing, and quantifying the economy-wide impacts of a range of policies (...). There are both advantages and disadvantages to using such large macroeconomic models, but no other type of model is able to consider the totality of the policy responses to the Great Recession.”

¹¹⁸ BLINDER, A. S.; MARK, Z. *The Financial Crisis: Lessons for the Next One*. Washington, 2015; p. 26.

Quadro 4- Economic Impact of No Fiscal Stimulus

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Real GDP*	No Fiscal Stimulus	14,784.0	14,187.3	14,271.3	14,536.4	14,927.2	15,306.0	15,851.2
%Change		-0.6	-4.0	0.6	1.9	2.7	2.5	3.6
Real GDP*	Actual	14,830.4	14,418.8	14,783.8	15,020.6	15,354.6	15,583.3	15,961.7
%Change		-0.3	-2.8	2.5	1.6	2.2	1.5	2.4
Unemployment rate (%)	No Fiscal Stimulus	5.8	9.6	10.8	10.6	9.5	8.4	6.6
Unemployment rate (%)	Actual	5.8	9.3	9.6	8.9	8.1	7.4	6.2
CPI**	No Fiscal Stimulus	215.2	213.6	214.6	219.7	223.8	227.1	231.2
% Change		3.8	-0.8	0.5	2.3	1.9	1.5	1.8
CPI**	Actual	215.3	214.6	218.1	224.9	229.6	233.0	236.7
% Change		3.8	-0.3	1.6	3.1	2.1	1.5	1.6

* Billions of 2009 dollars

** 1982-1984 = 100

Fonte: BEA, BLS, Moody's Analytics (apud Blinder e Zandi)

Com relação às críticas de que política fiscal não teria atingido seus objetivos, John B. Taylor em 2010 faz algumas ponderações sobre esta questão, quando afirma que os impulsos fiscais assumiram a forma principalmente de pacotes discricionários de estímulo de curto prazo e, por isso, ao invés de proporcionar o fortalecimento da economia, o que ocorreu foi que o aumento dos gastos e, conseqüentemente, da dívida, que acabou enfraquecendo a recuperação, além de deixar implícito aos contribuintes que no futuro correrá aumento da carga tributária¹¹⁹. Para o autor, as estimativas sobre o resultado da política fiscal baseada em antigos modelos

¹¹⁹ TAYLOR, J. B. *Assessing the Federal Policy Response to the Economic Crisis*. Committee on the Budget United States Senate, 2010; p. 1.

keynesianos apresentam um impacto superestimado em relação às estimativas feitas a partir de modelos mais modernos com expectativas *forward looking*.

O que se entende pela crítica de John B. Taylor é que o economista não faz um combate ao uso da política fiscal em si, mas ao modo como ela foi implementada:

*“Rather than predictable, the policy response has created uncertainty about the debt, growing federal spending, future tax rate increases, new regulations, and the exit from the unorthodox monetary policy. Rather than permanent, it has been temporary and thereby has not created a lasting economic recovery. And rather than being pervasive, it has targeted certain sectors or groups such as automobiles, first time home buyers, large financial firms and not others. It is not surprising, therefore, that the policy response has left us with high unemployment and low growth. Given these facts, the best that one can say about the policy response is that things could have been even worse, a claim that I disagree with and see no evidence to support”.*¹²⁰

Blinder e Zandi, ao contrário, falam que após a implementação tanto dos descontos fiscais no final do governo Bush, quanto do mais expressivo plano de recuperação, o ARRA, bons resultados sobre as variáveis reais foram obtidos. Entretanto, no plano político algumas falhas ocorreram, o que acabou intensificando o ceticismo generalizado que acompanhava os esforços fiscais. Para começar, os autores citam que houve um “sério erro de marketing cometido pelo governo Obama”¹²¹, além das projeções para as taxas de desemprego estarem defasadas, implicando negativamente na credibilidade dos resultados obtidos¹²². Sobre isso, os autores falam que:

*“The economy was sinking so rapidly that the data could not keep up. Policymakers planning the stimulus were working with forecasts that severely underestimated how bad things would get, and with data that underestimated how bad things already were. It was a rookie mistake by the new president and his staff, but it handed their opponents a political sledgehammer with which they proceeded, inappropriately but effectively, to bash the stimulus—even claiming that it was somehow a ‘job killer’.”*¹²³

¹²⁰ *Id. Ibid*; p. 8.

¹²¹ BLINDER, A. S.; MARK, Z. *The Financial Crisis: Lessons for the Next One*. Washington, 2015; p. 13.

¹²² Com relação a este ponto, BLINDER (2015), diz que a taxa de desemprego máxima de 8% estabelecida pelo governo Brack Obama não poderia ser alcançada, porque no momento em que as políticas foram instauradas, a taxa de desemprego já se encontrava nesse patamar. Ou seja, houve um erro de projeção, o que acabou prejudicando a credibilidade dos projetos de recuperação fiscal.

¹²³ BLINDER, A. S.; MARK, Z. *The Financial Crisis: Lessons for the Next One*. Washington, 2015; p. 13.

Segundo Peterson (2010), a recessão foi subestimada por diversos órgãos governamentais, que projetaram taxas de desemprego, tais como outras variáveis econômicas importantes, muito aquém do que realmente estava acontecendo:

“This recession is different from other recessions that exist in the collective memory (such as those of the early 80s, the early 90s, or the early 2000s), in that it was spurred by a collapse of our financial system. As Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff have argued that recessions that result from financial crises are longer than normal recessions, which last less than a year. So while the existence of historic precedent does not make the current slow recovery any less painful, it is important, in assessing the success of the stimulus, to consider it within its relevant economic context.”

Alguns economistas utilizaram os resultados equivocados que os formuladores de política fiscal previram para duvidar da eficiência dos estímulos fiscais, entretanto, a crise foi inesperada tanto pelo seu acontecimento, quanto por sua magnitude, e, por isso, as medidas tomadas podem ter sido inferiores ao tamanho necessário para fazer frente ao impacto que a economia americana sofreu. Sendo assim, é necessário refletir se a ausência dos estímulos não poderia ter causado uma recessão ainda mais forte e com efeitos mais duradouros. A política fiscal não fazia parte das ferramentas indicadas pelo *mainstream* para combater os efeitos da crise, o qual era dominado pelo NCM sempre apoiando o uso de política monetária. Os efeitos dessa influência podem ser vistos no quadro 5 abaixo, que compara o montante total de recursos que o Fed utilizou para fazer sua política econômica (PM) e o montante destinado aos impulsos fiscais. Os valores gastos com política monetária, segundo o quadro de Blinder e Zandi, foram quase cinco vezes maiores do que os gastos com política fiscal – que teve sua implementação condicionada à aprovação no congresso. Dito isto, é importante questionar que se uma atenção maior tivesse sido dada aos estímulos fiscais, as variáveis econômicas poderiam ter respondido de maneira mais rápida e positiva, uma vez que a política fiscal consegue atingir diretamente as variáveis reais da economia.

Quadro 5- Cost of Federal Government Response to the Financial Crisis (billions of dollars)

Total	12,332
Federal Reserve	6,699
Treasury	1,160
FDIC	2,913
Federal Housing Administration	100
Congress	1,460

Fonte: Federal Reserve, Treasury, FDIC, FHA, Moody's Analytics (apud Blinder e Zandi)

A política do Federal Reserve incluiu programas como o Maiden Lane I, II e III, o Term Auction Credit, o TALF, o Term Securities Lending Facility, o Commercial Paper Funding Facility, além de diversas outras formas de assistência que o Banco disponibilizou ao mercado. Já a política do Tesouro abarcou instrumentos como o TARP e programas de ajuda às agências Fannie Mae e Freddie Mac. Com relação ao FDIC, uma espécie de fundo garantidor de crédito, as coberturas foram destinadas principalmente para a garantia dos débitos bancários e o Public-Private Investment Fund Guarantee. O Federal Housing Administration foi direcionado para o refinanciamento de hipotecas e a expansão dos empréstimos do setor imobiliário, enquanto que os gastos atribuídos ao congresso se referem ao ARRA, o Economic Stimulus Act of 2008, as assistências médicas e trabalhistas, tal como cortes de impostos para pessoa física e jurídica.

II.3 DEBATE SOBRE O PAPEL DA PF À LUZ DA CRISE

A crise do *subprime* foi um marco relevante para o debate sobre as políticas necessárias para o combate às crises e seus efeitos, dando luz especial ao papel da política fiscal nesse contexto. Esse debate se tornou mais necessário na crise de 2008 devido à dificuldade da política monetária convencional em tirar a economia da recessão, e, portanto, colocou em dúvida os preceitos do Novo Consenso Macroeconômico, levando alguns economistas a discordarem de como deverá ser conduzida as políticas econômicas daqui por diante.

Como já foi abordado anteriormente, os economistas que seguem a linha de pensamento keynesiana apoiam o uso da política fiscal como uma das ferramentas principais no combate aos efeitos de uma crise, mas também como importante instrumento capaz de estimular o investimento e crescimento. Para eles, o impulso fiscal conseguiria um bom resultado sobre as variáveis macroeconômicas através da estabilização da economia e da distribuição de renda, gerando aumento do emprego e do produto. Tais impulsos podem ser feitos através do aumento dos gastos ou cortes de impostos, e, apesar de algumas divergências entre os economistas dentro da linha heterodoxa, o objetivo de ambos é levar a economia a um nível próximo ao pleno emprego, que não seria assegurado pelas livres forças do mercado.

De acordo com o conceito do multiplicador de investimentos da teoria keynesiana, um aumento do gasto governamental pode gerar um impacto no emprego e na renda maior que o gasto inicialmente feito, o que fornece suporte para que seja realizada uma política fiscal expansiva, particularmente em situações de desemprego involuntário. Entretanto, dentro da linha de pensamento keynesiana, alguns economistas apoiam que estas medidas devem ser tomadas em situações críticas, como o foi o caso da crise americana, com o objetivo anticíclico de interromper a queda da economia. Enquanto outros economistas defendem de maneira mais incisiva o uso fiscal, até mesmo durante períodos de normalidade, pois acreditam que os estímulos governamentais podem puxar o crescimento econômico.

Do outro lado, temos a visão ortodoxa que sugere a ocorrência do efeito *crowding-out* ou a validade da teoria da equivalência ricardiana, dando suporte aos economistas que criticam o uso da política fiscal de maneira discricionária. Como já foi discutido aqui, o efeito *crowding-out* é uma consequência da elevação dos gastos governamentais, uma vez que estes aumentam a taxa de juros e afetam negativamente os níveis de investimento, causando retração igual ao montante total de aumento dos gastos. Já a teoria da equivalência ricardiana diz que o aumento dos gastos fará com que os agentes se protejam contra possíveis aumentos de imposto no futuro, direcionando o aumento da renda atual para a poupança. Em suma, ambas as correntes acreditam que a política fiscal não conseguirá afetar positivamente o produto e a renda de maneira sustentável no longo prazo.

Os tópicos 2.1 e 2.2 analisaram como diferentes economistas se posicionaram em relação aos estímulos dados à economia durante a crise e a reação das variáveis macroeconômicas a tais estímulos. Dentre esses economistas, alguns continuaram apoiando o NCM e desencorajando o uso da política fiscal, como foi o caso de Freedman e John A. Taylor,

que se baseiam na teoria da equivalência ricardiana. Em contrapartida, a maior surpresa surgiu entre alguns economistas da linha ortodoxa que admitiram a insuficiência da política monetária no tratamento da crise. Blanchard e Romer lançaram artigos específicos falando sobre a importância de usar a política fiscal para interromper o ciclo vicioso de queda quando a economia entra em depressão.

Os dois autores foram enfáticos em dizer que a política fiscal ganhou uma nova perspectiva diante de uma crise de magnitude relevante, apoiando o uso do estímulo fiscal tanto de forma mais intensa nos piores momentos da crise, quanto na forma de estabilizadores automáticos para tornar os ciclos econômicos mais suaves. Desta forma, percebe-se uma convergência entre heterodoxia e ortodoxia quanto à importância de tais estímulos para que uma parcela mais frágil da sociedade não sofra um impacto tão forte, uma vez que os pacotes fiscais englobam transferências de renda à população de menor renda e a preocupação em evitar que o desemprego atinja altos níveis. Apesar de não ter ocorrido um consenso entre os economistas, essa sinalização pode ser entendida como um importante passo em direção da maior participação da política fiscal para minimizar os efeitos de uma crise.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante do que foi exposto, este trabalho caminha na conclusão de que tanto a política monetária, quanto a política fiscal, tiveram que ser revisadas devido à proporção da crise de 2008, indicando serem insuficientes as orientações do consenso dominante. A política monetária logo no começo da crise lançou mão de instrumentos não convencionais, já utilizados na crise do Japão, para compensar a ineficácia da política convencional quando atingida a *zero lower bound*. Deste modo, foram feitas volumosas compras de ativos, empréstimos indiretos a grandes instituições, intervenções no mercado de câmbio a níveis mundiais, disponibilização de instrumentos de crédito específicos ao chamado *mainstreet*, que representa o setor produtivo da economia americana, além de usar a política de sinalização de forma mais contundente que jamais fora visto.

Mas não podemos falar que houve um consenso entre as diferentes correntes do pensamento econômico, a divergência entre a heterodoxia e a ortodoxia abrangeu tanto a atuação do Banco Central, quanto os gastos fiscais. Dentro da política monetária, os economistas pós-keynesianos defendem que os instrumentos não convencionais poderiam ser incorporados ao rol de políticas convencionais, enquanto os economistas ortodoxos defendem que eles se mantenham apenas em regime de exceção.

Alguns autores, como Romer e Blanchard, apontaram para a ineficiência da doutrina Greenspan em lidar com uma crise mais profunda que as anteriores, onde o mecanismo principal utilizado foi a diminuição da taxa de juros para minimizar os efeitos da desaceleração econômica. Diante disso, os autores, em seus respectivos artigos, fazem críticas às doutrinas do Novo Consenso Macroeconômico, alegando que além da necessidade de se repensar a regulação macro prudencial, é imprescindível discutir o papel da política fiscal, com atenção especial à necessidade de formação de um espaço fiscal saudável em períodos em que a economia está em seu normal funcionamento, para que o aumento dos gastos possa ser realizado em situações de exceção. Essa posição de Romer e Blanchard vai de encontro com o pensamento keynesiano da importância da política fiscal. Como foi abordado anteriormente, apesar de haver discordância da extensão dos impulsos fiscais, os economistas keynesianos

convergem em relação ao uso da política fiscal, principalmente em momentos de crise, como uma importante ferramenta anticíclica em uma economia em recessão.

Entretanto, alguns economistas se mantiveram defensores das ideias do NCM, alegando sempre que os benefícios advindos do aumento dos gastos não conseguem se manter no longo prazo. Contudo, o pacote fiscal aplicado durante a crise americana foi um aporte considerável de recursos destinados às mais diversas áreas, como educação, saúde, transferência de renda e criação de empregos, levando ao questionamento dos impactos que a economia americana poderia ter sofrido na ausência de tais impulsos, principalmente para a população mais vulnerável. Esse debate ainda renderá muitos frutos, mas, ao que parece, uma luz foi lançada sobre a importância da política fiscal na retomada da economia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERNANKE, B. *Monetary Policy since the Onset of the Crisis*. The Federal Reserve Bank de Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31 ago 2012b.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. *Rethinking Macro Policy*. Washington: International Monetary Fund, 2010.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. *Rethinking Macro Policy II: Getting Granular*. Washington: International Monetary Fund, 2013.

BLINDER, A. S.; MARK, Z. *The Financial Crisis: Lessons for the Next One*. Washington, 2015.

BORIO, C. e DISYATAT, P. - *Unconventional monetary policies: Monetary and Economic BIS Working Papers* n. 292, nov, 2009.

CARVALHO, F.J.C. et al. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

CBO. *Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from January 2011 Through March 2011*. Washington: Congressional Budget Office, 2011.

CECIONI, M.; FERRERO G.; SECCHI, A. *Unconventional Monetary Policy in Theory and In Practice*. Bank of Italy, Economic Outlook and Monetary Policy Research Department, Number 102 – September 2011.

DAVIES, A.; YANDLE, B.; THIEME, D. & SARVIS, R. *The U.S. Experience With Fiscal Stimulus. A Historical and Statistical Analysis of U.S. Fiscal Stimulus Activity, 1953-2011*. Washington: Mercatus Center at George Mason University, 2012.

FROYEN, R. T. *Macroeconomia*. São Paulo: Saraiva, 2013.

HERMANN, J. *Ascensão e Queda da Política Fiscal: De Keynes ao “Autismo Fiscal” dos Anos 1990-2000*. 2006. In: ANPEC, XXXIV, 2006, Salvador (Bahia). Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. Disponível em: <www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A152.pdf>. Acesso em: 17 de outubro de 2018.

KEYNES, J. M. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996 (Coleção Os Economistas); pág.178.

KLEIN, L. R. *The Keynesian Revolution*. Londres: The Macmillan Press LTD, 1996.

LICHA, A. L. *Teoria Da Política Monetária: Uma abordagem a nível intermediário*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2013.

LIMA, C. B. *Crise Financeira e Política Monetária: Análise do Caso Japonês e Perspectivas para os Estados Unidos*. 2009. Monografia (Bacharel em Economia) – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

LOPRERATO, F. L.C. *O papel da política fiscal: um exame da visão convencional*. São Paulo, SP: IE/UNICAMP, 2006 (Texto para discussão, n.119).

MANKIW, N. G. *Macroeconomia*. Rio de Janeiro: LTC, 2004.

PEREIRA, E. P. C. *Instrumentos Não Convencionais do Federal Reserve frente à Crise de 2007-08*. 2014. Dissertação (Pós-Graduação em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

PETER G. PETERSON FOUNDATION - *A Report on Fiscal Stimulus*. 2010.

PIRES, M. C. C. *O Efeito da Liberalização da Conta de Capital Sobre a Política Fiscal: Evidências para o Caso Brasileiro Recente (1995-2000)*. Brasília, DF: IE/UFRJ, 2004 (Texto para discussão, n.1061).

ROMER, D. *What Have We Learned about Fiscal Policy from the Crisis?* 2011. In: IMF Conference on Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis. University of California, Berkeley.

SARAIVA, P. J. *Três debates sobre os rumos da Política Monetária pós-crise, à luz da experiência americana: a revisão do Novo Consenso Macroeconômico, as políticas não convencionais e a crítica Keynesiana.* 2014. Dissertação (Pós-Graduação em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

SARAIVA, P. J.; DE PAULA, L. F.; MODENESI, A. M. *Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais.* Revista Economia e Sociedade. Campinas, v.16, n.1 (59), p.1-44, 2017.

TAYLOR, J. B. *Assessing the Federal Policy Response to the Economic Crisis.* Committee on the Budget United States Senate, 2010.

VIEIRA, M. D. V. *Operacionalizando a Política Monetária da Fronteira Zero da Taxa de Juros: Um Comparativo Entre os Programas Quantitative Easing Aplicados pelo Boj (2001-2006) e pelo Fed (2008-2013).* 2014. Monografia (Bacharel em Economia) – Departamento de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.