DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 1

UMA LEITURA CRÍTICA DA CRISE ECONÔMICA MUNDIAL: DA RECUPERAÇÃO EM "V" AO "NOVO NORMAL".

Thiago Periard e Cláudio Gontijo

Dezembro de 2016

Ficha catalográfica elaborada pelo Setor de Processamento Técnico da Divisão de Biblioteca da UFSJ

Periard, Thiago.
Uma leitura crítica da crise econômica mundial: da recuperação em “v” ao “novo normal” / Thiago Periard, Cláudio Gontijo. – São João del Rei: UFSJ / DCECO, 2016.
35 p. (Textos para discussão; n. 1)

Inclui bibliografia.

1. Novo normal. 2. Crise do subprime. 3. Economia mundial. I. Gontijo, Cláudio. II. Título.

CDU: 330

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO SOÃO DEL REI
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS – DCECO

UMA LEITURA CRÍTICA DA CRISE ECONÔMICA MUNDIAL: DA RECUPERAÇÃO EM "V" AO "NOVO NORMAL".

Thiago Periard
Professor do DCECO/UFSJ
Cláudio Gontijo
Professor do DCECO/UFSJ

DCECO/UFSJ
SÃO JOÃO DEL REI
2016

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 06
2. DA CRISE À RECUPERAÇÃO EM “V” 06
2.1 A Crise do Subprime 06
2.2. “Somos Todos Keynesianos” 12
2.3. A Recuperação em “V” 15
3. DA VIRADA DE MESA AO “NOVO NORMAL” 17
3.1. A tese do decoupling 17
3.2. A degradação dos balanços monetários 21
3.3. Degradação dos indicadores fiscais 23
3.4. Especulação bursátil e com *commodities* 25
3.5. Guerra cambial 27
3.6. Fluxos de capital e acumulação de reservas 29
4. O “NOVO NORMAL” OU A ERA DA ESTAGNAÇÃO 30
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 32

RESUMO

Este artigo procura descrever a trajetória da economia mundial desde a crise de 2008 até fins de 2015, quando as perspectivas de crescimento se tornaram tão minguadas que parece ter-se consolidado a noção de que os países devem se acostumar à esta nova realidade, ou seja, a um “novo normal” de baixo crescimento. Devido à rápida melhoria dos indicadores econômicos a partir de meados de 2009, muitos analistas comemoraram a recuperação em “V” de vitória da economia mundial. Todavia, o otimismo logo deu lugar à consternação, devido à eclosão da crise da dívida soberana da Europa, que se desdobrou a despeito do socorro de liquidez envolvendo trilhões de euros por parte do Banco Central Europeu (BCE). Apesar disso e das ações por parte do *Federal Reserve*, do Banco da Inglaterra e do Banco Central do Japão, o crescimento mundial se mostrou cada vez mais lento.

Palavras-chave: O “novo normal”; crise do subprime; economia mundial

ABSTRACT

This article describes the trajectory of the world economy from the 2008 crisis to the end of 2015, when growth prospects became so slim that it seems to have consolidated the notion that countries should get used to this new reality, that is, to a "new normal" of low growth. Due to the rapid improvement in economic indicators from mid-2009 onwards, many analysts celebrated the "V" of victory recovery of the world economy. However, optimism soon gave way to consternation due to the outbreak of the European sovereign debt crisis, which unfolded despite the trillion euro liquidity bailout by the *European Central Bank* (ECB). Despite this and the actions of the *Federal Reserve Bank*, the *Bank of England* and the *Central Bank of Japan*, global growth has shown itself to be increasingly slow.

Key words: The “new normal”; subprime crisis; world economy.

Classificação JEL: E58 - Bancos Centrais e suas Políticas; F41 - Open economy macroeconomics

1. **INTRODUÇÃO**

Desde que o sistema econômico mundial foi atingido por uma das mais severas crises da história, cujo epicentro se deu com o pânico de setembro de 2008,. muito se tem discutido sobre os caminhos para a saída para essa crise. Alguns chegaram a imaginar que a crise estava superada em meados de 2010, de modo que, nesse momento, o tom era de otimismo. De fato, os indicadores pareciam mostrar claramente uma forte recuperação, o que levou muitos analistas a comemorarem a recuperação em "V" da economia do pós-crise. Era um V de vitória.

No entanto, o otimismo logo deu lugar à consternação, pelo fato da continuidade da retomada do crescimento da economia mundial aparentemente estar ameaçada por uma série de desequilíbrios. A crise financeira ganhou um segundo e dramático momento com a crise da dívida soberana da Europa, que se desdobrou a despeito do socorro de liquidez envolvendo trilhões de euros por parte do Banco Central Europeu (BCE), o qual, contudo, recusou-se a cumprir o papel de emprestador em última instância. De qualquer modo, em que pese a mudança de atitude do BCE em dezembro de 2012 e da contínua expansão da oferta de dólares por parte do Federal Reserve (Fed), para não falar nas ações do Banco da Inglaterra e do Banco Central do Japão, o crescimento mundial se mostrou cada vez mais lento.

Este artigo procura descrever a trajetória da economia mundial percorrida desde a crise de 2008 até fins de 2015, quando as perspectivas de crescimento se tornaram tão minguadas que parece ter-se consolidado a noção de que os países devem se acostumar à esta nova realidade, ou seja, a um "novo normal" de baixo crescimento.

O texto se encontra dividido e 3 partes e 9 seções além desta Introdução. A Parte 2 discute a fase de crise do *subprime* e sua recuperação, iniciando-se com a seção 2.1, que apresenta os fatores que levaram ao colapso do sistema financeiro em 2008, com a crise do *subprime*, que, tendo eclodido nos Estados Unidos, logo se espalhou pelos demais países desenvolvidos, atingindo a todos. A seção 2.2 discute as políticas adotadas para a sua superação, as quais políticas incluíram, além de um largo pacote de resgate do sistema financeiro e mesmo da especulação, o aumento dos gastos públicos, conforme prescrito por Keynes. Os resultados positivos dessas medidas durante o biênio 2009-2010 estão apresentados na seção 2.3.

A Parte 3 do trabalho descreve a evolução da economia internacional após o inicio da crise da dívida soberana da Europa, procurando discutir alguns dos principais movimentos que marcaram esse período. Assim, enquanto na seção 3.1 se apresenta a tese de que os países emergentes seriam capazes de promover sozinhos a retomada do crescimento global, na seção 3.2 se descreve o quadro de expansão monetária e a consequente deterioração dos balanços dos bancos centrais e na seção 3.3 se discute a degradação dos balanços fiscais. Já a seção 3.4 mostra o movimento de especulação com ativos financeiros e commodities. A seção 3.5 discutirá a ideia de guerra cambial e na seção 3.6 se verá a trajetória dos fluxos de capitais e da acumulação de reserva neste período. Ao final traçam-se considerações finais que tentam compreender o cenário atual de recessão generalizada.

2. **DA CRISE À RECUPERAÇÃO EM "V"**

2.1. **A Crise do Subprime**

Embora seja ampla a literatura sobre a crise do *subprime*, não há consenso sobre sua natureza e suas causas. Assim, por exemplo, enquanto que, para Carvalho (2010) e

Lima e Mathias (2009), trata-se de um "momento de Minsky", Davidson (2008, p. 669) argumenta que as pré- condições para tal não estavam presentes quando se formou e estourou a bolha hipotecária, de modo que a instabilidade que então se instaurou no mercado financeiro foi "devida a um problema de insolvência dos grandes investidores causada pela sua tentativa de 'securitizar' as hipotecas (de alta liquidez no mercado), enquanto que esses títulos são normalmente ativos ilíquidos".[1] Se, por um lado, Dell'Ariccia, Igan e Laeven (2008), assim como Wyplosz (2008) salientam o papel da incerteza nos empréstimos *subprime*, Persaud (2008) e Danielsson (2008) responsabilizam a excessiva confiança das instituições financeiras nos modelos padronizados de cálculo do risco, enquanto Cecchetti (2008) culpa a ausência de seguros de depósito e, seguindo a Tabellini (2008), a falta de regulação adequada, o que se aproxima da explicação de Spaventa (2008), a qual se baseia na expansão da atividade bancária *off-balance* (*shadow banking*) dos novos mecanismos financeiros, particularmente nos *Specific-Purpose Vehicle* – SPV ("veículos de finalidade específica"). A complexidade dos mecanismos envolvidos na comercialização dos derivativos das hipotecas *subprime* teriam, segundo Gorton (2008 e 2009), sido responsável pela assimetria das informações, falha que teria tornado o mercado opaco, impedindo que os investidores avaliassem corretamente o risco.[2] Essa posição que é contestada por Boeri e Guiso (2008), que, em acordo com DiLorenzo (2008), do Instituto Ludvig von Mises, atribuem a crise às baixas taxas de juros nos EUA estabelecidas pelo *Federal Reserve Bank* (*Fed*) em 2003 e 2004, que encorajaram a exposição ao risco. Outra perspectiva assenta-se no mecanismo do *credit crunch* (BATRA, 2005; MIZEN, 2008), segundo o qual a escassez de capital financeiro combinada com a deterioração das condições de pagamento dos mutuários induzem os bancos a cortar os créditos, causando a crise financeira.[3] Finalmente, Gontijo (2008) e Gontijo e de Oliveira (2009) mostram que, nas raízes da crise, está a contradição entre os mecanismos financeiros, baseados na securitização dos créditos *subprime*, que supunham a permanente valorização dos imóveis, e a realidade do ciclo da construção (ciclo de Kuznets), em que fases de queda dos preços e contração das vendas se sucedem às fases de expansão.

De qualquer maneira, a grande maioria dos autores sustenta que a crise esteve profundamente relacionada, de uma forma ou de outra, a vigoroso processo especulativo,[4] que se desenvolveu em uma bolha que explodiria mais cedo ou mais tarde. Destarte, ela se deveu à alavancagem excessiva dos bancos que passaram a emprestar a tomadores de alto risco, securitizando as hipotecas *subprime* e transferindo o risco aos investidores, que compravam as *mortgage-backed securities* (MBSs) e *real state mortgage investment conduits* (REMICs), como *collaterized mortgage obligations* (CMOs) e outras *collateralized debt obligations* (CDOs), convenientemente asseguradas

[1] Também Calomiris (2007) afirma não se tratar de um "momento de Minsky".

[2] Conforme se lê na Resposta do Governo ao Relatório Especial *Financial Stability and Transparency*, de 3 de março de 2008, da Casa dos Comuns do Reino Unido, "[a] 'busca por rendimento' gerou o crescimento de novos instrumentos financeiros complexos, bem como de novos tipos de investidores institucionais. Essa 'procura de rendimento' encorajou muitos investidores a investir em produtos complexos de alto rendimento que nem sempre compreendiam, o que está no centro dos problemas que afetaram os mercados financeiros a partir de meados de 2007 em diante" (TREASURY COMMITTEE OF THE HOUSE OF COMONS, 2008, p. 1-2).

[3] Veja-se artigo clássico de Ben Bernanke e Cara Lown (1991).

[4] Segundo Marx (veja-se SABADINI, 2013), o processo especulativo é inerente ao capitalismo, mas agudiza-se sobremaneira quando a taxa de lucro cai, o que teria ocorrido, de acordo com Duménil e Lévy (2004, p. 90) a partir de 1997.

pelos bancos originadores, pela *Federal Housing Administration* (FHA), pela *Veteran Affairs* (VA) ou ainda pela *Governament National Mortgage Assossiation* (GNMA ou *Ginnie Mae*). Coroando a estrutura, estava a *American International Group* (AIG) que assegurava as opções sobre os derivativos *subprime*, ou seja, assegurava a manutenção os preços se mantivessem em determinado patamar. Contudo, conforme aponta Gontijo (2008, p. 28),

> o único risco que efetivamente não parece ter sido tomado em consideração pelos agentes econômicos (...), é o risco sistêmico, cuja cobertura, aliás, está além da capacidade do agente individual, cabendo ao governo, em geral, e ao Banco Central, em particular. É claro que, de qualquer forma, os modelos de risco de *default* dos títulos originários (as hipotecas) eram *backward looking*, como, aliás, soe ocorrer com o cálculo de risco, e baseados num período muito curto. Mesmo assim, o fracasso dos modelos não se deveu ao aumento das taxas de liquidação das hipotecas *subprime*, pois (...) as mesmas não ultrapassaram o pico observado em 2001-2002, mas em razão do ciclo habitacional ter ingressado na sua fase descendente. Somente nesse sentido é que pode atribuir-se certa, embora limitada, responsabilidade pela crise, embora isso não explique (...) as dimensões da mesma nem a incapacidade do sistema financeiro de absorver as perdas sem traumas profundos. Por outro lado, na medida que o retorno é consagradamente considerado a remuneração ao risco, tampouco se pode argumentar, com Wyplosz (2008, p. 17), que "as instituições financeiras mais sérias deveriam ter feito provisões adequadas para fazer face a esta crise longamente esperada" não obviamente porque, de fato, não a anteviam. Aliás, uma das características mais dramáticas das crises financeiras é destruir com rapidez as provisões realizadas no passado, exceto aquelas efetivadas em ouro. Mesmo os títulos públicos podem perder valor se a crise solapar a capacidade arrecadadora do Estado ou desembocar em inflação acelerada

Agregue-se a isto a desregulamentação do mercado financeiro, cujo primeiro passo nos EUA foi dado ainda em 1956, com o *Bank Holding Company Act*, que autorizou que as holdings bancárias, ou seja, as instituições que, direta ou indiretamente, controlassem 25% ou mais das ações com direito a voto de outros bancos, a oferecer serviços financeiros proibidos aos bancos comerciais. O próximo passo veio em 1974, quando se aboliram os controles sobre os fluxos de capital, inclusive os limites diretos antes impostos aos empréstimos bancários, instituídos, na década de 1960, para controlar a saída de do país. Já em 1980, antes, portanto, da posse de Reagan, foi aprovada Lei o *Depositary Institutions Deregulation and Monetary Control Act*, que pôs fim ao Regulamento Q, que impunha tetos à taxa de juros sobre depósitos. Já as restrições ao estabelecimento de bancos interestaduais foram eliminadas pelo *Riegle-Neal Act* de 1994, que permitiu a fusão entre bancos "adequadamente capitalizados e gerenciados", sujeitos a limites de concentração, às leis estaduais e às avaliações das autoridades fiscalizadoras do sistema financeiro. As outras restrições à propriedade de instituições financeiras por parte das holdings bancárias foram abolidas pelo *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999, tido como a antítese do *Glass-Steagall Act*, pois eliminou a separação entre bancos comerciais e bancos de investimento, permitindo que essas instituições tivessem os mesmos funcionários e diretores, e autorizou as holdings a operar em qualquer segmento do mercado financeiro. Não obstante, em contraste com o que se verificou no Japão, na Europa continental e mesmo no Brasil, manteve o veto à propriedade de corporações não-financeiras.

Em lugar da segmentação do mercado e das restrições quantitativas da Lei Glass-Steagall, a regulamentação do sistema financeiro baseou-se nos estabelecido pelos Acordos de Capital de Basiléia, cujo primeiro (Basiléia I) foi firmado por mais de 100 países em 1988, em Basiléia (Suíça), estabeleceu exigências mínimas para a relação total dos créditos concedidos/capital próprio como precaução contra o risco de crédito. Previu-se mensurar o risco de cada tipo de crédito, obtendo o risco total da carteira através da ponderação dos riscos de cada um dos créditos pelo seu risco, o qual deveria ser inferior ao valor do capital da instituição financeira. Já o segundo Acordo (Basiléia II), assinado em 2004, estabelecendo três pilares: (i) o Pilar I, que manteve os padrões de adequação de capital dos bancos, segundo a abordagem acordada em Basiléia I e que deveriam se basear em instituições externas de avaliação – e a abordagem avançada, baseada em procedimentos estatísticos sofisticados desenvolvidos pela própria instituição financeira; (ii) o Pilar 2, que instituiu mecanismos de supervisão da adequação de capital; (iii) e o Pilar 3, que se fundamentou na "disciplina de mercado", através da sistemática divulgação de informações (transparência), que levaria os investidores a premiar as instituições que correm poucos riscos e punir, via retirada de recursos de depositantes e investidores, as instituições aventureiras.

Em suma, deixados a se autorregularem e contando com a possibilidade de se desfazer de seu passivo hipotecário através da sua securitização, que transferia o risco para terceiros, os bancos assumiram carteiras de crédito impagáveis, gerando fortes lucros no curto prazo, mas, em razão do aumento do risco sistêmico, com a ampliação sistemática da possibilidade de quebra estrutural, caso o movimento de elevação dos preços dos imóveis cessasse.

Já a partir de junho de 2006, os preços dos imóveis começaram a cair nos EUA, num contexto de elevação da taxa básica de juros, iniciada pelo *Fed* em maio de 2004, provocando o aumento da inadimplência entre os mutuários, impedindo que os bancos que tinham ofertado crédito habitacional *subprime* desová-los no mercado, enquanto caíam os preços dos derivativos habitacionais, com as perdas se acumulando nas mãos das instituições seguradoras. Em inícios de 2007, começaram a surgir os primeiros sinais de que a crise estava se aproximando, com a publicação, em fevereiro, do balanço do HSBC com perdas em operações imobiliárias, a quebra do *New Century Financial* em abril e do fechamento do hedge fund *Dillon Reed* pela UBS no mês seguinte.

O estouro da bolha, entretanto, somente ocorreu no dia 9 de agosto do mesmo ano, quando o *BNP Paribas Investment Partner* congelou cerca de US$ 2,73 bilhões de três de seus *hedge funds*, afirmando não ter condições de avaliar os CDOs em carteira. Com esse choque e, na seqüência, os problemas da *Countrywide Financial* e a corrida contra o *Northern Rock* (Soros, 2008, p.12-13), gerou-se, então, novo *crash* global, com a queda espetacular das bolsas de valores ao redor do mundo. Contudo, a maciça intervenção do *Fed*, do Banco Central Europeu (BCE) e do Banco do Japão, que injetaram centenas de bilhões de dólares no mercado, permitiu a recomposição das bolsas de valores, mas o clima de incerteza não foi definitivamente superado.

De fato,

> a partir da divulgação, em inícios de 2008, dos balanços das instituições financeiras norte-americanas, registrando vultosos prejuízos em razão de seu envolvimento com o mercado de derivativos das hipotecas *subprime*, as bolsas voltaram a despencar, sinalizando a continuidade da crise. Seguiu-se, em março, a falência do *Bear Stearns*, evitada na última hora pela sua aquisição pelo *JPMorgan*, em operação patrocinada pelo Fed e em 11 de junho, o resgate do *IndyMac* pelo *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), a agência

> garantidora de depósitos bancários. Novo golpe veio no dia 07 de setembro, quando se anunciou que as empresas imobiliárias *Fannie Mae* e a *Freddie Mac*, garantidas pelo Tesouro norte-americanas também precisavam de socorro, de forma a se evitar sua bancarrota (GONTIJO e De OLIVEIRA, 2009, p. 4-5).

Todavia, o pânico teria de esperar o pedido de concordata do *Lehman Brothers*, considerado pelo mercado financeiro, na consagrada expressão de Benton Gup, como *too big to fail*, na "segunda-feira negra", dia 15 de setembro do mesmo ano, com o que a crise tornou-se global, com o travamento do interbancário, pois os bancos se recusaram a emprestar recursos no *overnigh* entre si, temendo que os recursos alocados se perdessem, em razão do grau de iliquidez e insolvência da quase totalidade do sistema financeiro.[5] Conforme se verifica pela Figura 1, mesmo a pronta ação do *Fed*, garantindo os empréstimos interbancários e ampliando sua assistência através do *Term Auction Facility (TAF)*,[6] nem muito menos o *Emergency Economic Stabilization Act (EESA)*, de 3 de outubro, que autorizou o Tesouro norte-americano a despender até US$ 700 bilhões na compra de ativos tóxicos, particularmente títulos baseados em hipotecas, e na alocação de recursos financeiros nos bancos, para não falar na instituição do *quantitative easing* (QE) em fins de novembro,[7] quando o *Fed* iniciou a aquisição de US $600 bilhões em MBS, foram suficientes, no primeiro momento, para reduzir os *spreds* do interbancário, de modo que o mercado continuou travado, para desespero do governo norte-americano, particularmente do *Fed*.

[5] Dez dias depois, foi a vez do *Washington Mutual Bank (WaMu)* - o maior banco de poupança e empréstimo dos EUA -, que perdera US$ 16,7 bilhões em depósitos desde a quebra do *Lehman Brotters*, sofrer a intervenção da *United States Office of Thrift Supervision (OTS)*, que o colocou sob a administração da *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*. Como não poderia deixar de ser, essa nova bancarrota reforçou o pânico.

[6] Visto que, em razão da eclosão da crise do *subprime*, "muitos bancos estavam relutantes em tomar dinheiro emprestado através da janela de redesconto [do *Fed*] com receio de que seus empréstimos se tornassem conhecidos e fossem erroneamente interpretados como sinal de fragilidade financeira. Para atender às demandas de financiamento a prazo mais diretamente, a Reserva Federal estabeleceu o *Term Auction Facility* (TAF) em dezembro de 2007. No âmbito desse programa, a Reserva Federal leiloou empréstimos de 28 dias, e, a partir de agosto de 2008, empréstimos de 84 dias, para instituições depositárias em geral com sólidas condições financeiras. O TAF permitiu à Reserva Federal fornecer fundos a prazo para uma ampla gama de contrapartes e contra uma gama mais vasta de garantias do que poderia por meio de operações de mercado aberto. Como resultado, o TAF ajudou a ampliar a liquidez quando os mercados de financiamento bancários sem garantias estavam sob *stress*. Ele também forneceu acesso ao crédito a prazo, sem o estigma associado ao da janela de redesconto" (BGFRS, 12/02/2016a).

[7] A expressão *quantitative easing* passou a ser usada depois que o *Fed* lançou a segunda rodada de aquisição de mais US$ 600 bilhões de MBS (QE2), em novembro de 2010.

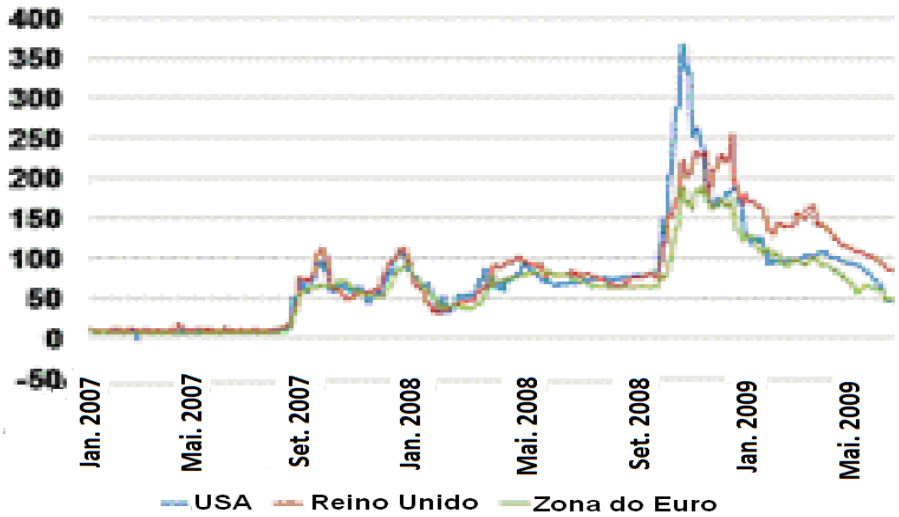

Figura 1: Evolução do Spread no Interbancário: USA, Reino Unido e Zona do Euro

Fonte: Sveriges Riksbank (2011).

Na realidade, um dia antes do pedido de concordata do *Lehman Brothers*, o *Fed* havia ampliado o escopo da *Term Securities Lending Facility* (TSLF)[8] e do *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF),[9] ambos criados em março de 2008, que passaram a aceitar títulos sem grau de investimento. No dia seguinte, aumentou as linhas de *swaps* em US$ 180 bilhões[10], o que seria repetido várias vezes no futuro próximo, e, no dia 19, instituiu o *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)*, destinado a socorrer os fundos de investimento com *commercial papers* garantidos por ativos financeiros, evitando a sua venda forçada para atender aos resgates dos investidores (BGFRS, 12/02/2016c). Além disso, no dia 21 de outubro o *Fed* anunciou o *Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)*, com a finalidade de prover liquidez aos investidores do mercado monetário norte-americano[11] e, no dia 23

[8] O TSLF "era um empréstimo semanal [do *Fed*] que aumentava a liquidez de possuidores de títulos do Tesouro e de outros papéis oferecidos em garantia e, portanto, facilitava o funcionamento dos mercados financeiros em geral. O programa ofereceu títulos do Tesouro detidos pela Conta de Mercado Aberto do Sistema (SOMA) para o empréstimo ao longo de um período de um mês contra outras garantias programa geral elegíveis, empréstimos de títulos foram concedidos a *dealers* primários com base em um leilão de preço único competitivo. (...) O TSLF foi encerrada em 01 de fevereiro de 2010"(BGFRS, 5/02/2010a).

[9] "O PDCF funcionava como um instrumento de empréstimo overnight para *dealers* primários, semelhante à maneira como a janela de desconto do Federal Reserve fornece uma fonte de assistência de financiamento para instituições depositárias [do Sistema de Reserva Federal]. (...) Inicialmente, as garantias elegíveis eram restritas aos títulos com grau de investimento" (BGFRS, 12/02/2016b) .

[10] Através dessas operações, o *Fed* estabeleceu linhas de *swaps* com vários bancos centrais de outros países, "fornecendo aos bancos centrais estrangeiros a capacidade de fornecer financiamento em dólares às instituições sob sua jurisdição durante períodos de *stress* nos mercados. Da mesma forma, as linhas de swaps dão ao *Federal Reserve* a capacidade de oferecer liquidez em moeda estrangeira a instituições financeiras norte-americanas quando o *Federal Reserve* julga que tais ações são apropriadas" (BGFRS, 14/08/2015). A taxa básica de juro (dos *Federal Funds*), que, depois de atingir 5,25% em junho de 2006, já havia caído 2,00%

[11] "Sob a cobertura do MMIFF, o *Federal Reserve Bank of New York* podia providenciar aos investidores *seniors* uma série de dispositivos para que o setor privado vinculado à indústria pudesse financiar a compra de títulos elegíveis de determinados investidores. O MMIFF (...) expirou em 30 de Outubro de 2009" A TRADUÇÃO ESTÁ PÉSSIMA (BGFRS, 5/02/2010b).

de novembro, instituiu o *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, programa destinado a "ajudar os agentes de mercado a fazer face às necessidades creditícias de famílias e pequenas empresas através da emissão de ativos garantidos por valores mobiliários, ou seja, por empréstimos a estudantes, empréstimos para [a aquisição de automóveis, empréstimos de cartões de crédito e empréstimos garantidos pela *Small Business Administration* (SBA)" (BGFRS, 25/11/2008). A dotação inicial do mesmo, de US$ 200 bilhões, foi ampliada para US$ 1,0 trilhão no dia 10 de fevereiro de 2009. Dois dias depois, o *Fed* iniciou a compra de US$ 600 bilhões em títulos lastreados em hipotecas de emissão da *Federal National Mortgage Association* (FNMA, ou *Fannie Mae*) e a *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC, ou *Freddie Mac*) e dos bancos hipotecários afiliados. Como se não bastasse, no dia 28 de janeiro, o *Federal Open Market Committee (FOMC)* organismo do *Fed* responsável pela política, anunciou a compra de títulos do Tesouro de longo prazo,[12] numa iniciativa que, conjugada com as outras, resultou num total de US $ 1,75 trilhão em dívida bancária, títulos lastreados em hipotecas e títulos do Tesouro nas mãos do tesouro.

Os sucessivos "pacotes" de intervenção do *Fed* e do Tesouro, através do EESA, contudo, fracassaram, induzindo Ben Bernanke a reconhecer, em meados de novembro, que a política monetária havia se tornado ineficaz, carecendo de condições para evitar a ampliação da crise, sendo, pois, necessário recorrer a outras políticas, a começar pela fiscal, num contexto em os bancos pressionavam o governo americano para um pacote que retomasse a confiança em sua credibilidade, cujo valor de mercado desabara irremediavelmente.

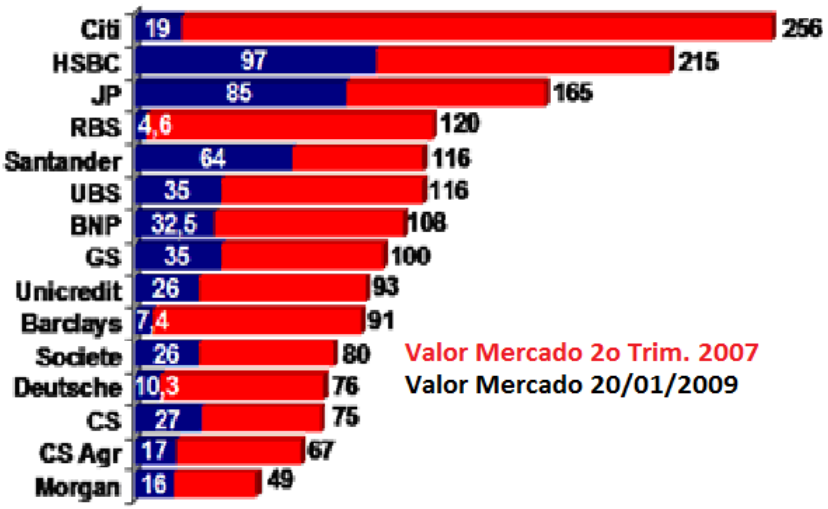

Figura 2: Valor de Mercado dos Maiores Bancos entre o Segundo Trimestre de 2007 e em 20 de Janeiro de 2009 (US$ bilhões)
Fonte: Bloomberg

2.2. **"Somos Todos Keynesianos"**

Antes mesmo que Ben Bernanke tornasse pública a ineficácia da política monetária, ou melhor, no dia seguinte ao da quebra do Lehman Brotters, o *Fed*, com apoio do Tesouro norte-americano, criou uma linha de crédito de US$ 85 bilhões, por um período de 24 meses, a uma taxa 8,5% acima da média da LIBOR dos três meses anteriores, para

[12] BGFRS, 25/11/ 2008.

socorrer o *American International Group* (AIG), tendo como garantia 79,9% das ações dessa companhia privada de seguros.[13] Poucos dias antes, ou melhor, no dia 7 de setembro, a *Housing Finance Agency* (FHFA) havia assumido a tutoria da *Fannie Mae* e da *Freddie Mac*, empresas com suporte governamental que asseguravam, adquiriam e vendiam hipotecas, numa operação inicial de US$ 200 bilhões.

Mas as intervenções governamentais não ficariam por aí. No dia 3 de outubro, o presidente Bush assinaria, sob a cobertura do *Emergency Economic Stabilization Act*, aprovado pelo Congresso no dia 29 de setembro, o *Troubled Asset Relief Program* (TARP) prometendo comprar mais de 700 bilhões de dólares de ativos "tóxicos", ou seja, de ativos financeiros sem valor de mercado, em mãos do setor financeiro.[14]

Nessa conjuntura, mesmo as vozes mais liberais, como o economista chefe do *Financial Times*, Martin Wolf, passaram a defender a montagem de um pacote amplo de injeção de dinheiro público na economia para tentar contornar as dificuldades previstas pela crise. Em artigo de 29 de dezembro do mesmo ano, Chris Giles, Ralph Atkins e Krishna Guha, também do *Financial Times*, evocaram a famosa declaração de Nixon, "We are all Keynesians now". O medo era de que a crise financeira se alastrasse ainda mais para a "economia real", levando a uma onda de falências que poderia desestabilizar não apenas a economia norte-americana, mas o próprio sistema econômico mundial. No mês anterior, o prêmio Nobel e colunista do *New York Times*, Paul Krugman, defensor do ressurgimento keynesiano, havia recomendado um pacote fiscal de resgate de, no mínimo, US$ 600 bilhões.[15] Em janeiro de 2009, foi a vez de Lawrence Summers, em artigo publicado no *Financial Times* do dia 6, se adicionar ao coro dos defensores do uso da política fiscal.

A essa altura, a questão crucial no âmbito das instituições financeiras não era, de fato, apenas socorrer aquelas *too big to fail*, o que implicaria uma elevada dose de socialização das perdas, a serem absorvidas pelo *Fed*. Mais do que isso, era imprescindível evitar que o processo resultasse na estatização dessas instituições - o que contrariaria frontalmente não somente a ordem econômica vigente, mas a estrutura de poder, assentada no próprio capital financeiro, agora em crise aguda. Antes de mais nada, haveria de se manter a propriedade privada das mesmas, o que, obviamente, implicaria em dose ainda maior de socialização dos prejuízos, ante os expressivos montantes necessários não apenas para restabelecer os níveis mínimos de liquidez, mas dos enormes aportes de capital requeridos para cobrir os prejuízos, evitando a sua falência. Aliás, não se poderia esquecer que os requisitos de Basiléia faziam sentir o seu

[13] Demonstrando "quem manda no poleiro, o AIG anunciou, em 17 de março de 2009, o pagamento de US $ 165 milhões em bônus para os executivos, de um total previsto de US$ 1,2 bilhões, dos quais US $ 450 seriam para a seguradora!

[14] Segundo informações do *Report on the Troubled Asset Relief Program* de outubro de 2012, o *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 21 de julho de 2010 reduziu o montante autorizado de recursos do TARP para US $ 475 bilhões. De acordo com Congressional Budget Office (11/12/2012), teriam sido desembolsados, até aquela datam cerca de $ 431,0 bilhões, com um custo de total da ordem de US $ 24 bilhões. No dia 19 de dezembro de 2014, o Tesouro norte-americano vendeu suas participações restantes da *Ally Financial*, o que pôs fim ao programa, que teria alocado $ 426,4 bilhões (TRACY; STEINBERG e DEMOS, 2014).

[15] Como declarou Lawrence Summers, em 17 de julho de 2009, "[o]s economistas nos últimos anos têm se tornado céticos em relação às políticas fiscais discricionárias and têm visto a política monetária como a melhor ferramenta de estabilização de curto prazo. Nosso julgamento, contudo, era de que, num cenário de armadilha da liquidez e taxas de juros iguais a zero, um sistema financeiro disfuncional e expectativas de uma contração prolongada, os resultados da política monetária eram altamente incertos enquanto que a política monetária provavelmente seria potente".

peso, agravando a crise, na medida em que, devido à perda de valor de seus ativos, as instituições financeiras tinham que aumentar o montante de capital, num momento em que os investidores estavam se desfazendo de suas posições em papéis bancários.[16]

Diante dos rumores de que o *Citicorp* poderia solicitar ao governo norte-americano que convertesse as ações preferenciais que o Departamento do Tesouro passara a possuir como resultado de sua intervenção no sistema financeiro, cujo valor já equivalia a 40% das ações ordinárias, , o que daria o controle do banco ao Tesouro, Ben Bernanke, exercendo bem o seu papel de guardião dos interesses dos banqueiros, se apressou a esclarecer, no dia 24 de fevereiro de 2009, que o governo não precisaria "adquirir uma participação majoritária para colaborar com os bancos" (*Folha on Line*, 24/02/2009). Segundo o mesmo, o que o governo poderia fazer seria assegurar que os bancos tivessem o capital necessário para operar e, ao mesmo tempo, exercer o controle para que os mesmos adotassem as medidas corretas para garantir sua viabilidade a longo prazo.

De qualquer modo, em abril de 2009, o *Global Financial Stability Report* do *Fed*, relatava que

> a confiança no sistema financeiro internacional permanece fraturada e os riscos sistêmicos elevados. As ações de política econômica têm evitado uma crise ainda mais profunda, mas a limitada melhoria do mercado até agora tem sido insuficiente para evitar o surgimento de circuito de retroalimentação adversa em relação à economia real. Apesar de alguns recentes sinais preliminares de melhoria, o patrimônio líquido dos bancos, e, em menor medida, o valor de títulos de dívida de primeira linha continuaram a declinar à medida que amontam as reduções do valor contábil das ações das empresas

Paralelamente, o *Fed* afirmava "permanecerem incertas às perspectivas de ganhos a longo prazo"; de igual sorte, "[a]s dificuldades das instituições financeiras e dos principais mercados de financiamento estão ampliando restrição do crédito às empresas, que também têm enfrentado pressões de fluxo de caixa resultantes da deterioração da economia (BGFRS, abril de 2009).

Inspirado na evocação de Keynes e na recomendação de Krugman,[17] o presidente Obama assinou, em 17 de fevereiro de 2009, o *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), já aprovado pelo Congresso. A Lei destinava 37% dos recursos, que, inicialmente, totalizavam US $787 bilhões,[18] a incentivos fiscais a empresas e cidadãos, 8% ao socorro financeiro dos estados e comunidades e o restante (US$357 bilhões) a investimentos em transporte, comunicação, saneamento, eficiência energética e a programas de pesquisa científica, além de benefícios a desempregados.

Na sequência, vários países além dos EUA assumiram políticas fiscais francamente expansionistas em 2009, dando sequência ao combate da crise, que, na verdade, se iniciara em princípios de 2007, embora explodisse em pânico, como se registrou na seção 1,1, somente em setembro de 2008. Isto se confirma pelo exame da Tabela 1, que registra o expressivo aumento dos gastos públicos nesse ano, mensurados em dólares de 2015, segundo a paridade do poder de compra (PPP), em todos os países

[16] De forma a contornar as restrições dos Acordos de Basiléia, a definição de capital próprio (TIER I) passou a incluir ações compradas pelo Tesouro a partir do dia 16 de outubro.

[17] Como diria Krugman, em palestra na Universidade de Pensilvânia dez dias depois, com o fracasso da política monetária, não restava nada além do gasto governamental, o que era "puro Keynes".

[18] Posteriormente, o montante foi aumentado para US$ 831 bilhões.

considerados (a exceção é o Brasil, onde a inflação ultrapassou o aumento nominal dos gastos públicos), incluindo o G-7, a União Europeia, inclusive os PIIGS, e os BRICS.

Tabela 1
Variação do Gasto Público e Relação Gasto Público/PIB
Grupos de Países e Países Selecionados, 2005-2015

Grupo/País.	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Variação dos Gastos Públicos (em US$ bilhões a preços de 2015, segundo PPP)											
G-7	**327,4**	**258,3**	**265,3**	**681,1**	**808,4**	**26,8**	**-45,3**	**-99,3**	**-63,4**	**69,9**	**186,2**
Estados Unidos	202,2	110,9	248,9	438,4	504,7	-89,5	-69,5	-139,3	-112,2	63,8	166,3
Japão	32,1	44,2	-20,9	97,9	96,7	33,1	70,8	-2,0	60,5	-39,5	-14,3
Alemanha	7,4	7,4	-12,6	39,3	46,1	54,3	-33,9	-4,6	8,4	33,0	13,0
Reino Unido	31,6	25,8	20,2	61,3	45,3	4,9	-15,9	14,7	-24,4	3,6	1,6
França	28,9	21,0	24,2	22,2	53,9	19,7	16,2	26,3	14,9	15,7	-0,1
União Européia	**-18,4**	**-89,6**	**-115,6**	**258,2**	**683,6**	**-44,2**	**-240,1**	**66,9**	**-90,3**	**-34,2**	**-163,5**
PIIGS	**34,0**	**68,0**	**53,7**	**86,1**	**82,8**	**19,8**	**-78,2**	**-15,3**	**-84,8**	**10,2**	**-21,4**
Portugal	2,8	-2,2	1,1	2,9	10,4	7,7	-8,3	-10,3	2,4	6,3	-7,8
Irlanda	4,6	5,6	9,0	11,9	6,2	40,4	-41,5	-8,0	-3,8	1,8	-2,8
Itália	17,1	33,0	-3,5	12,7	12,3	-9,5	-10,4	4,6	-13,8	-0,1	-9,4
Grécia	-6,3	7,5	13,1	13,8	3,6	-16,5	-11,1	-18,6	-13,4	3,0	-0,2
Espanha	15,7	24,2	34,1	44,8	50,4	-2,3	-7,0	16,9	-56,1	-0,8	-1,2
BRICS	**350,4**	**392,2**	**527,0**	**985,6**	**797,5**	**299,5**	**858,9**	**719,8**	**615,3**	**563,5**	**1.161,3**
Brasil	66,9	23,7	18,0	45,5	-10,0	130,3	8,2	12,9	44,6	53,2	39,1
Rússia	47,5	57,7	180,2	60,8	130,5	-50,3	-26,1	84,9	54,8	4,6	-14,2
Índia	52,9	105,3	103,4	206,5	48,0	91,3	121,3	79,5	139,7	75,6	241,4
China	173,9	189,8	216,1	657,7	612,6	123,4	753,0	535,1	368,8	424,3	879,5
África do Sul	9,2	15,7	9,3	15,0	16,4	4,8	2,4	7,4	7,4	5,8	15,4
Participação do Gasto Público no PIB (%)											
G-7	**38,2**	**38,0**	**38,0**	**40,1**	**44,2**	**43,1**	**42,2**	**41,4**	**40,7**	**40,2**	**40,1**
Estados Unidos	33,8	33,6	34,5	37,3	41,6	40,0	39,0	37,3	36,1	35,6	35,7
Japão	34,1	34,5	33,3	35,7	40,0	38,9	40,6	39,8	40,6	39,8	39,3
Alemanha	46,0	44,5	42,7	43,4	47,3	47,0	44,4	44,0	44,1	44,3	44,0
Reino Unido	39,6	39,7	39,5	42,1	45,9	45,4	43,8	43,9	42,0	41,0	40,2
França	52,9	52,5	52,2	53,0	56,8	56,4	55,9	56,8	57,0	57,5	56,9
União Européia	**45,4**	**44,9**	**44,2**	**45,7**	**49,7**	**49,4**	**48,0**	**48,4**	**47,9**	**47,7**	**46,8**
PIIGS	**43,5**	**43,5**	**43,5**	**45,4**	**49,3**	**49,5**	**48,2**	**49,3**	**48,2**	**48,2**	**46,8**
Portugal	46,7	45,2	44,5	45,3	50,2	51,8	50,0	48,5	49,9	51,7	48,2
Irlanda	33,3	33,9	35,9	41,9	47,2	65,6	45,4	41,7	39,5	38,2	34,4
Itália	47,1	47,6	46,8	47,8	51,2	49,9	49,1	50,8	51,0	51,2	50,4
Grécia	45,6	45,1	47,1	50,8	54,1	52,5	54,2	52,2	49,2	49,9	50,0
Espanha	38,3	38,3	38,9	41,1	45,8	45,6	45,6	48,0	45,1	44,5	43,0
BRICS	**25,1**	**24,9**	**24,9**	**27,6**	**29,6**	**28,3**	**29,4**	**30,2**	**30,4**	**30,5**	**32,4**
Brasil	39,8	39,2	37,6	37,4	37,1	38,8	37,6	37,3	37,5	39,1	41,9
Rússia	29,6	29,2	32,1	32,2	38,8	35,7	33,5	34,6	35,6	35,4	36,4
Índia	26,2	26,5	26,4	29,7	28,3	27,2	27,5	27,3	27,6	26,7	27,9
China	18,3	18,4	18,2	22,6	25,8	24,2	27,3	28,8	28,9	29,3	31,9
África do Sul	25,8	27,1	27,2	28,7	31,7	31,5	30,9	31,3	31,7	32,0	33,7

Fonte: FMI, WEO Abril de 2016. Cálculo dos autores.

2.3. **A Recuperação em "V"**

A política dos EUA para enfrentar a crise, em particular as ações do *Fed*, deram o tom para a intervenção dos outros países desenvolvidos, particularmente da União Européia e o Japão, que também implementaram mega pacotes de resgate do sistema financeiro.

De fato, conforme demonstrou Aikins (2009), até o dia 13 de novembro de 2009, enquanto o *Fed* e o Tesouro norte-americano já haviam alocado US$ 1,3 trilhão no combate à crise, particularmente no resgate das instituições financeiras (e, obviamente, dos especuladores), os países da União Europeia haviam destinado US$ 2,8 trilhões. Em sua edição de 16 de maio, *The Economist* estimava em US$ 3 trilhões apenas a soma usada para o socorro aos bancos e muito mais seria alocado na tentativa de manter o sistema financeiro em expansão nos próximos meses. Em particular, o *quantitative easing*, cuja segunda rodada (QE2), de adicionais US$ 40 bilhões por mês, continuaria a despejar mais e mais dólares, na tentativa de mitigar os efeitos da crise, particularmente nos EUA.[19]

E, apesar dos reparos de Krugman, que afirmou, em sua palestra no dia 28 de fevereiro, que os recursos alocados pelo pacote assinado pelo presidente Obama estiveram muito aquém do necessário para reativar a economia, que, em razão da crise, enfrentava uma lacuna de US$ 2.9 trilhões na demanda agregada, a economia norte-americana entrou em franca recuperação. Com efeito, conforme mostra a Figura 3, a recessão, que atingira o seu ápice nos dois primeiros trimestres de 2009, já estava em franca recuperação no terceiro, quando a variação do PIB foi de 2,2%, passando a 5,7% no trimestre seguinte. O mesmo ocorreu com todos os países do G-7, com a exceção da economia da Zona do Euro, que recuou no último trimestre desse ano, de modo que a retomada se afirmou apenas a partir de inícios de 2010.

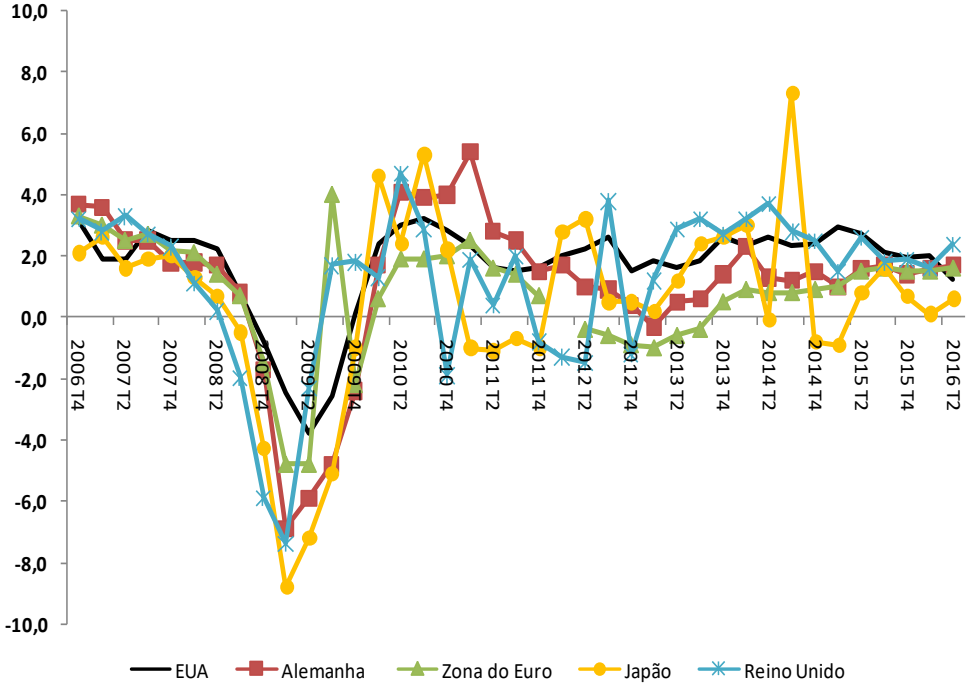

Figura 3: Variação % do PIB Trimestral contra Igual Trimestre do Ano Anterior

Fonte: *The Economist*.

Assinalando o fato, o FMI, através de Olivier Blanchard, anunciou, em setembro de 2009, que "[a] recuperação começou", antecipando-se, ao *World Economic Outlook* de outubro, em que a instituição assegurava que, embora levasse algum tempo "até que as perspectivas para o emprego melhorassem significativamente", "[a] economia global

[19] O QE3 foi anunciado em 13/09/2012, envolvendo a aquisição de US$ 85 bilhões de MBS por mês.

está se expandindo novamente e as condições financeiras têm melhorado expressivamente" (IMF, out. 2009b, p. x). Em dezembro, relatório da ONU confirmava a recuperação, assegurando que

> [a] situação econômica mundial tem melhorado no mundo desde o segundo trimestre de 2009. Os mercados globais de ações se recuperaram e os prêmios de risco dos empréstimos caíram. O comércio internacional e a produção industrial globais também se recuperam visivelmente, com um número crescente de países que registram um crescimento trimestral positivo do produto interno bruto (PIB). A recuperação econômica tem sido impulsionada, em grande parte, pelos maciços estímulos injetados em todo o mundo desde fins de 2008. Ela também reflete o forte ajuste cíclico de estoques (UN, dez. 2009)

O velho Keynes, ao que tudo indicava, havia triunfado!

3. **DA VIRADA DE MESA AO "NOVO NORMAL"**

3.1. **A tese do *decoupling***

Os sinais de recuperação da economia mundial a partir de meados de 2009 estavam muito claros. A Figura 3 já não deixa dúvidas sobre a retomada do crescimento apenas um ano após o quase colapso do sistema financeiro global, que, se deu em diversas frentes (Figura 4). Por um lado, o volume e o valor do comércio mundial se encontravam em patamares superiores ao observado nos anos de *boom* da primeira metade da década, enquanto que a produção industrial, o varejo e até mesmo o emprego voltaram rapidamente aos níveis pré-crise.

No entanto, esses mesmo dados apontam uma mudança na estrutura do crescimento global. Conforme propôs o FMI (2007), as relações de força na economia global estavam se modificando, pois, coma decolagem industrial da Ásia, em especial da China, os países desse continente estavam assumindo, cada vez mais, o papel de protagonistas na cena econômica mundial. Tanto assim que, em 2007, as exportações dos países emergentes, pela primeira vez, tinham como destinação preferencialmente a China, em lugar dos tradicionais mercados dos países desenvolvidos.

Na verdade, com os efeitos da crise atingindo fortemente o centro dinâmico do capitalismo financeiro ocidental, passou-se a veicular a ideia de que o crescimento econômico continuaria, puxado, desta feita, não mais pelos Estados Unidos e Europa, mas pelos países emergentes. Haveria, assim, um *decoupling* das trajetórias de crescimento dos países desenvolvidos e dos países em desenvolvimento. Em particular, os países emergentes ampliariam suas vendas para a China, mantendo, destarte, uma fonte de geração de dólares alternativa às exportações para os países da Europa e América do Norte. A locomotiva chinesa, por outro lado, manteria seu ritmo acelerado de crescimento econômico, realizando um "pouso suave" rumo à uma situação supostamente mais equilibrada, com o aumento da participação do consumo interno no PIB. Em síntese, apostava-se na ascensão da "classe média baixa" dos países emergentes, que assumiriam o papel de motor do crescimento global.

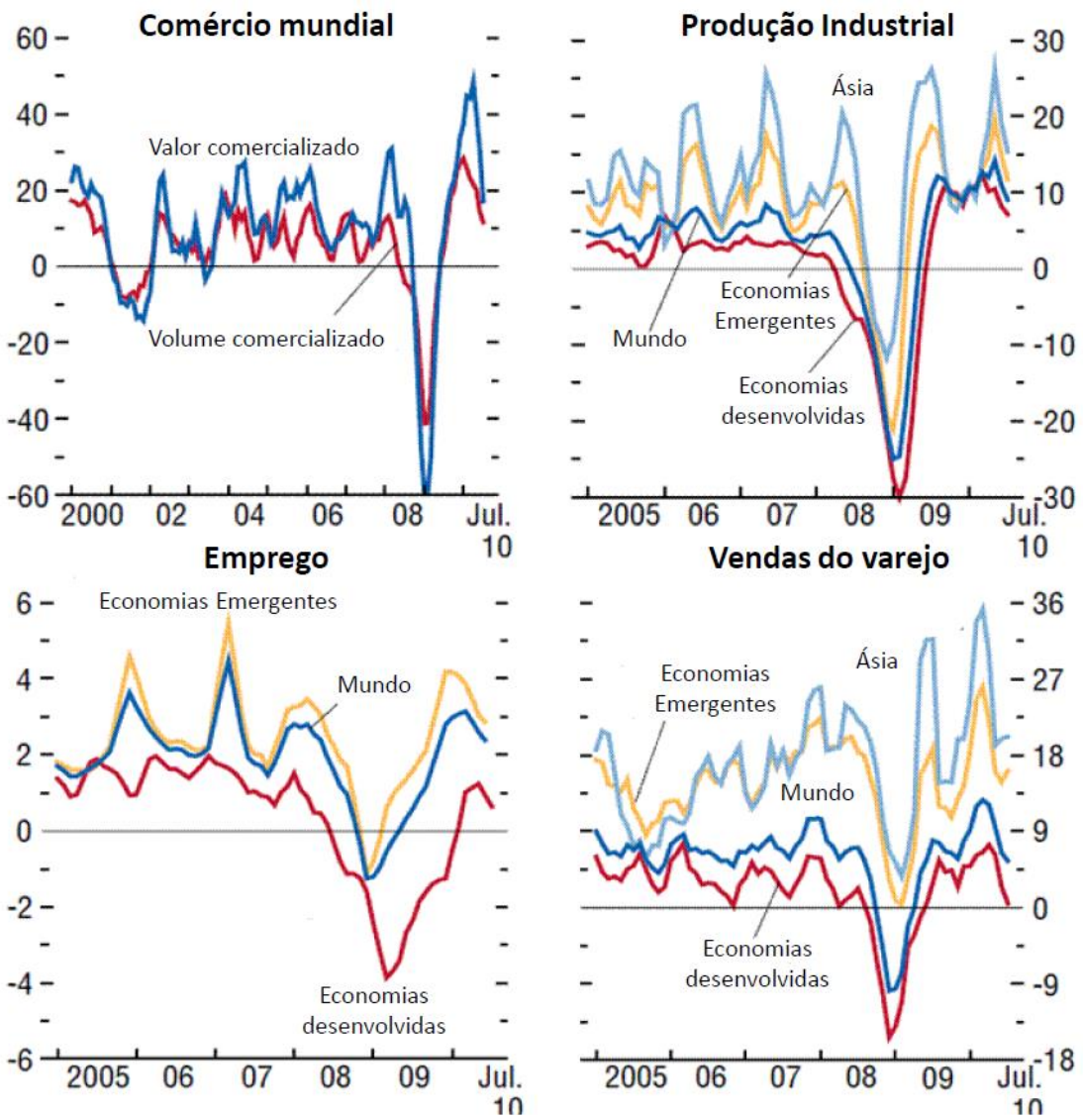

Figura 4. Indicadores de Atividade Econômica Global.
Fonte: IMF (2010)

De fato, a recuperação em "V" a partir de meados de 2009 parecia confirmar a dinâmica do *decoupling* prevista pelo FMI. Para começar, os países emergentes, em especial os da Ásia, se tornaram efetivamente os principais responsáveis pela recuperação do crescimento econômico. De mais a mais, as vendas no varejo assumiram papel estratégico, com a demanda nas economias emergentes mantendo-se em terreno positivo, mesmo durante a crise, e com uma rápida expansão já em meados de 2009.

Infelizmente, contudo, essa perspectiva otimista, baseada no crescimento do mercado interno dos países emergentes não se concretizou.

Para começar, não obstante o *World Economic Outlook* do FMI de abril de 2010 (p. xii) ter afirmado que "[a] recuperação global está se processando melhor do que esperado, mas em velocidades variadas – tepidamente em muitas economias avançadas e solidamente na maioria das economias emergentes e em desenvolvimento", assim como do otimismo cauteloso do BCE (2010), nova tempestade global - oriunda da crise soberana da Europa - já se formara no horizonte. Afinal, desde inícios desse ano que os prêmios dos *Credit Default Swaps* (CDS) – derivativos que funcionam como seguros contra o *default* de operações de crédito – e os *spreads* dos títulos de dívida soberana da Grécia haviam disparado, como resultado da divulgação dos mega déficits do governo

do país. E a isso se seguiu, em maio, o contágio de Portugal e da Irlanda, para, quatorze meses depois, chegar a vez da Itália e da Espanha, com a eclosão de novo pânico global no dia 10 e agosto de 2011, com renovado *crash* das bolsas mundo a fora, a desembocar em renovada crise bancária.[20]

Apesar da pronta atuação dos bancos centrais,[21] inclusive das novas rodadas do QE pelo *Fed* (veja-se a Figura 7, mais adiante), a nova crise, a abalar a confiança dos empresários, aliada às políticas de ajuste que passaram a ser amplamente adotadas, seriam fatais para a retomada do crescimento da economia global. Com efeito, recorrendo-se, uma vez mais, à Tabela 1, verifica-se a queda, a partir de 2010, da relação gasto público/PIB em todos os países assinalados do G-7, à exceção da França, e no conjunto da União Européia, particularmente dos PIIGS. Pior do que isso, em vários países do G-7, , particularmente nos Estados Unidos (de 2010 a 2013), Japão, a partir de 2012, Alemanha (em 2011 e 2012) e no Reino Unido (em 2011 e 2013), assistiu-se a uma redução absoluta das despesas públicas, mensuradas a preços constantes, o mesmo ocorrendo com o conjunto da União Européia a partir de 2010 (exceto em 2012) e com os PIIGs, com exceção de 2010 e 2014.

Não é sem motivo, pois, que como registra a Figura 5, a produção industrial tornou-se consistentemente cadente desde 2010; o volume de comércio internacional permaneceu praticamente estagnado e as perspectivas para o investimento também se mantiveram em níveis baixos.

Destarte, passados cinco anos do abandono das políticas fiscais keynesianas, o crescimento mundial se tem revelado débil; o processo de inclusão das classes médias baixas dos países emergentes se viu revertido e o risco sistêmico de outra crise global continuou elevado.[22]

Em lugar de uma recuperação em "V", a trajetória da economia mundial se transformou em uma longa segunda perna de um "L" (Figura 3), frustrando a tese do *decoupling*. Se em 2009, o FMI comemorava o fim da crise, em 2016, ele apontava "as perspectivas preocupantes" da economia global(IMF, 2016, p. xv).

[20] Veja-se Gontijo e De Oliveira (2012, p. 112-82).

[21] Para ser mais exato, conforme salientam Gontijo e De Oliveira (2012), o BCE foi um dos grandes responsáveis pelo transbordo da crise da dívida soberana da Europa, tendo atuado como emprestador em última instância somente a partir de dezembro de 2012.

[22] Em relatório publicado no dia 5 de outubro, o FMI alertou que um expressivo número de grandes bancos nos países ricos estavam tão enfraquecidos que nem o crescimento da economia mundial nem o aumento da taxas de juros resolveriam seus problemas. A lista das instituições financeiras com problemas incluiu um terço dos bancos europeus, totalizando US$ 8,5 trilhões, e um quarto dos norte-americanos, com ativos de US$ 3,2 trilhões.

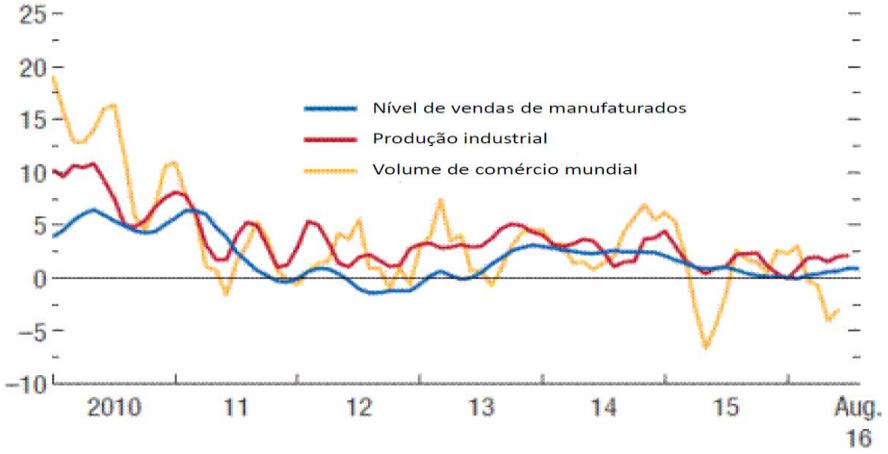

Figura 5. Produção Industrial, PMI[23] e Volume do Comércio Internacional.
Fonte: IMF (2016)

Mas, além do FMI, diversas outras publicações importantes têm dado atenção ao tema. Na sua edição de março de 2016 a *Foreign Affairs* se dedicou a debater o temam alertando para os impactos da nova tendência de crescimento global reduzido. Também a revista *The Economist* tem constantemente apontado que essa tem sido a dinâmica recente, como fica claro na Figura 6, que mostra a significativa redução do crescimento do PIB a partir de meados 2010. Com efeito, enquanto a economia mundial ainda cresceu mais de 5% nos primeiros meses desse ano, entrou em 2016 com um ritmo de crescimento próximo dos 3%. Essa diferença de apenas dois pontos percentuais representa, somente nesse último ano, mais de US$ 1,5 trilhão a menos na renda global.

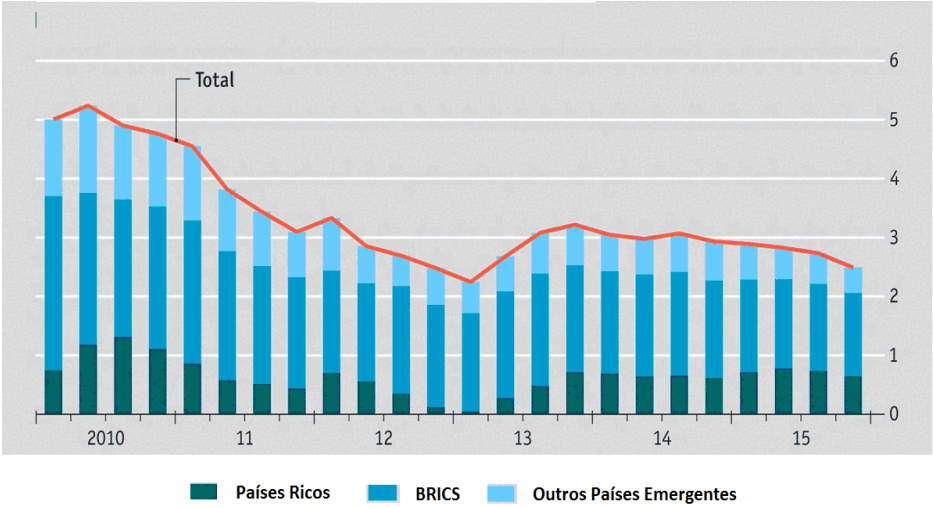

Figura 6. O Crescimento Global
Fonte: *The Economist*. Estimativa baseada em 58 países, representando 89% do PIB mundial, ponderada pelo poder de paridade da moeda.

[23] "*Purchasing Managers Index*", que representa um indicador da saúde econômica do setor industrial, sendo baseado nos seguintes indicadores: novas encomendas, nível dos estoques, produção, entregas de fornecedores e nível de emprego.

Em outras palavras, fica claro que o *decoupling* não aconteceu, de modo que as economias emergentes não conseguiram se manter como as locomotivas do crescimento mundial. Mais do que isso, tampouco o crescimento dos países desenvolvidos conseguiu voltar a níveis capazes de puxar o crescimento. Como resultado, tem-se um mundo com crescimento desalentado, baixa inflação (apesar dos estímulos monetários) e, uma cada vez, pressão redobrada por cortes fiscais adicionais, que tendem a acentuar os efeitos contracionistas sobre a demanda agregada. Regressou-se, assim, ao padrão de crescimento identificado por Crotty (2000, p. 361), de acordo com o qual o regime neoliberal, que teria prevalecido a partir de 1980, teria criado "ambos, um arrastado crescimento da demanda agregada e um crônico excesso de oferta".[24]

Mas, além do abandono das fiscais keynesianas, o que teria dado errado com a recuperação em "V" de vitória?

3.2. **A degradação dos balanços monetários**

O primeiro impacto a ser observado na trajetória de recuperação da crise de 2008 foi a dramática ampliação do total de ativos no balanço do *Fed* e do ECB, para não falar do Banco da Inglaterra e dos demais bancos centrais mundo afora, inclusive do Banco Central do Japão. Obviamente, essa expansão de ativos significou a sua deterioração, dado a toxidade, ou podridão, de grande parcela dos papéis, cujo valor efetivo era muito menor do que o seu valor de face.[25]

Como se pode verificar pela Figura 6, se já, a partir de fins de setembro de 2008, assistiu-se a um aumento espetacular dos empréstimos do *Fed* para as instituições financeiras – os quais recuaram ao longo do final do ano -, o mesmo ocorrendo com os *CDB Swaps*, cuja "explosão" se deu em janeiro de 2009. No caso dos títulos lastreados em hipotecas (MBS), seu montante aumentou rapidamente a partir do lançamento do *quantitative easing*_ até fins de 2010, quando experimentou uma leve queda. Finalmente, ocorreu o aumento sistemático dos títulos do Tesouro de longo prazo, cuja explosão, contudo, somente ocorreria em inícios de 2011.

De 2011 em diante, o *Fed* mais que duplicou os ativos em seu poder. Essa injeção maciça de dinheiro, que já havia começado em 2009 se aprofundou com o lançamento das fases 2 e 3 do QE (QE2 e QE3), consequência direta da persistência do cenário de crise, face ao esgotamento da recuperação econômica. Os impactos mais notórios podem ser percebidos nas taxas de juros dos EUA que se mantiveram próximas de zero ao longo do período. Conforme salientado na próxima seção, alguns autores, como Paul Krugman, têm ressaltado a ineficácia dessa política de afrouxamento monetário, dado o quadro de armadilha da liquidez. Mesmo com taxas de juros próximas do zero, não houve resposta do setor produtivo, que continuou retardando seus investimentos.

[24] Na verdade, esse padrão foi revertido durante a bolha do *subprime*, que vai de 2002 a 2018 (GONTIJO e DE OLIVEIRA, 2009).

[25] Para uma visualização da evolução dos ativos do *Fed*, BCE e dos bancos centrais do Japão e da China, veja-se Yardeni e Quintana (2016). O total do ativo desses bancos saltou de aproximadamente US$ 6,4 bilhões em inícios de 2008 para US$ 17,6 bilhões em agosto de 2016.

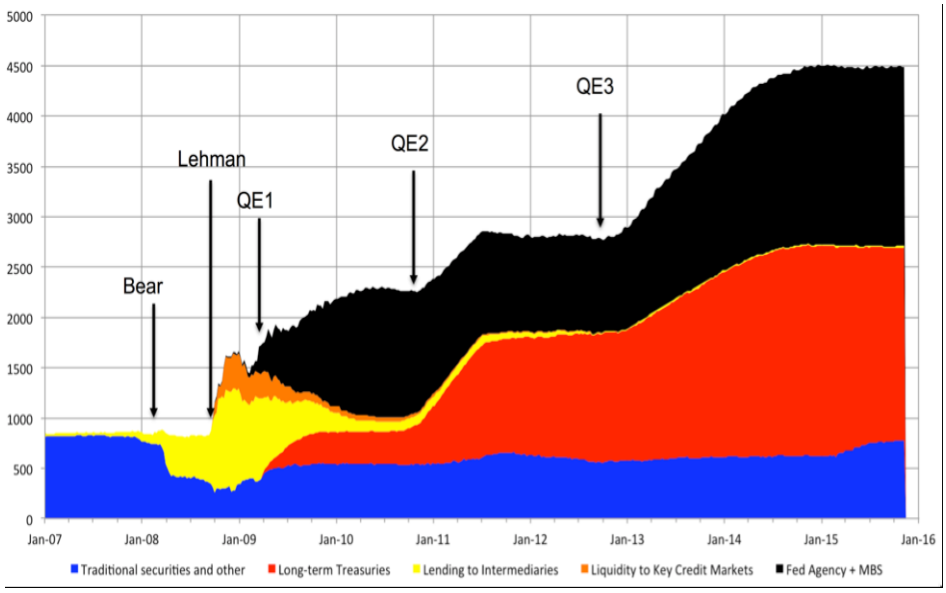

Figura 6: Ativos do *Fed* por Tipo em US$ bilhões, Jan. 2007-Jan. 2016
Fonte: *Fed*

No caso do BCE (Figura 7), também se verificou um dramático aumento do seu ativo, particularmente em dois elementos, conforme relata o BCE (2012). Em primeiro lugar, tem-se os empréstimos às instituições financeiras da Zona do Euro, particularmente através de operações de *open-market* tradicionais (*main refinancing operations*, MROs) e de três meses de prazo (*longer-term refinancing operations*, LTROs). As MROs, que atingiram o máximo em fins de 2007, dominaram o Ativo da instituição até duas semanas depois da bancarrota do *Lehman Brotthers*, quando tomaram a dianteira as LTRO, que saltaram de um mínimo de € 22.230 milhões na primeira semana de 2009 para um máximo de € 728.598 milhões na primeira semana de julho do mesmo ano . Em segundo lugar, tem-se os títulos dos residentes na Zona do Euro, correspondendo às intervenções do BCE nos mercados de capitais e de crédito, inclusive papéis governamentais. Esses títulos somente passaram a compor o Ativo da instituição a partir de julho de 2009, tendo seu montante crescido exponencialmente, atingindo € 282.215 milhões no dia 27 de janeiro de 2011.

Figura 7: Total do Ativo do BCE 1998-jul. 2015 (em € milhões)
Fonte: BCE

É claro que, como contrapartida do aumento do ativo dos bancos centrais, particularmente do *Fed*, BCE, Banco da Inglaterra e Banco do Japão, também ampliou-se, em igual montante, o passivo, inclusive a "oferta de moeda" (M1), motivo de preocupação permanente dos economistas monetaristas, particularmente da Escola de Viena. No caso dos EUA, o M1, que totalizou US$ 1.458,9 bilhão em 01/09/2008, aumentou 17,9% nos doze meses seguintes, tendo atingido US$ 1.858,4 bilhão em 01/01/2010, significando uma variação de 32,2% em doze meses. Quanto à Zona do Euro, o conservadorismo do BCE não evitou que a "oferta de moeda" crescesse 14,4% nos doze que suscederam à quebra do *Lehman Brothers* e 20,5% em vinte e quatro meses.[26] Finalmente, quanto à Inglaterra, os aumentos foram relativamente modestos: 5,5% e 9,5%, respectivamente. E, conforme dito, em flagrante contraste com a visão monetarista, a taxa de inflação caiu de 3,82% em 2008 para - 0,32% (deflação) em 2009 e 1,64% em 2010 nos Estados Unidos, de 3,38% para respectivamente 0,31% e 1,53% na Zona do Euro e de 4,0% para 2,18% e 3,3% na Inglaterra.

A evolução recente do processo inflacionário nos países desenvolvidos mostra que a estratégia de injeção monetária não parece ter criado, ao contrário do previsto pelos neo-monetariastas, condições para a elevação acelerada do nível de preços. A explicação de Krugman para esse fenômeno é que, mesmo com juros baixos e elevados níveis de liquidez, os grandes detentores de ativos dos países desenvolvidos estão preferindo “entesourar”, ao invés de investirem na atividade produtiva. Saliente-se que uma consequência dessa preferência por ativos líquidos pode ser observada em vários mercados, como o de arte, de imóveis de luxo, e até mesmo no de "supercarros".[27] Já de uma perspetiva marxista (SABADINI, 2013), o processo teria sido uma consequência da ausência de oportunidades de investimento resultante da queda da taxa de lucro, o que invariavelmente induz os empresários e capitalistas a embarcarem em operações dessa natureza, na vã esperança de manterem o patamar de seus ganhos.

Na verdade, por algum tempo, como se verá na seção 3.4, as *commodities*, como o petróleo e o ouro, jogaram o duplo papel de ativo de segurança e de fonte de ganhos especulativos, mas, mais recentemente, esses mercados passaram a experimentar tendências baixistas, deixando como ultimo refúgio o mercado de capitais e de ativos de luxo. Realce-se que a atração por ativo com *yields* nulos pode ser entendida como fuga de ativos com rendimentos esperados negativos.

Em suma, a maciça injeção de dinheiro na economia teve impactos muito modestos em termos da atividade produtiva, devido à obstrução dos canais da taxa de juros básica causada pelo recrudescimento da incerteza, que impede os investidores de canalizar recursos para a atividade produtiva.

3.3. **Degradação dos indicadores fiscais**

Além de deteriorar rápida e significativamente o balanço dos bancos centrais e, por conseguinte, aumentar a "oferta de moeda", o "socorro" proporcionado por essas instituições aos intermediários financeiros e especuladores, assim como as políticas

[27] Observando dados de Sothebys (2016) ou Christies (2016) pode-se observar o crescimento vertiginoso do mercado de arte nos últimos anos. Seja em volumes negociados a cada leilão, seja pelos preços médios alcançados pelas obras de um mesmo artista.

keynesianas, num contexto recessivo (PEREIRA, 2.006, p. 49 e p. 51), ampliariam significativamente tanto o déficit quanto a dívida pública. Em se analisando novamente a Tabela 1, pode-se ver que houve um intenso crescimento da dívida pública nos principais países do mundo ocidental a partir de 2008/2009. Note-se que o impacto foi ainda maior para os chamados "PIGS", destacando-se, nesse bloco, as trajetórias particularmente negativas de Portugal, Irlanda e Grécia.

A explicação da deterioração espetacular do quadro fiscal dos PIIGS, com o aumento exponencial da relação dívida pública/PIB, reside na atitude do BCE, que, colocando seu estatuto (baseado no do *Bundesbank*) acima do bem e do mal, recusou-se a adquirir ativos tóxicos e títulos de dívida pública (GONTIJO e DE OLIVEIRA, 2012, p. 185-204). Ora, dado o contexto de hegemonia do capital financeiro, o Tesouro de Portugal, da Irlanda, da Espanha e da Grécia, para não falar nos demais membros do Euro, se movimentou preenchendo a lacuna, socorrendo as instituições financeiras e os especuladores às custas da explosão da dívida pública e da emergência de mega déficits fiscais (Tabela 2, mais adiante), que, de mais a mais, também sentiram os efeitos do declínio da arrecadação resultante da queda do PIB. Este, por sua vez, se fez sentir mais fortemente na Zona do Euro, em razão das amarras colocadas por Maastricht, que estabeleceu um teto baixo (3% do PIB) e rígido para o déficit nominal, inibindo o manejo anticíclico da política fiscal, que, de mais a mais, não era bem vista pela maioria dos governos do bloco, para não falar na cúpula da União Européia, aferrados ao "novo consenso macroeconômico", que privilegiava exclusivamente a política monetária.[28]

Não é sem motivo, pois, que a recuperação econômica do bloco não apenas se atrasou em muito em relação ao que ocorria nos Estados Unidos, Japão, Canadá e nos países do BRICS, mas a Zona do Euro mergulhou, a partir de meados de 2010, em nova crise, desta feita relacionada à dívida soberana dos seus países membros, particularmente dos PIGS. Na verdade, como salientam Gontijo e de Oliveira (2012, p. 107), "a efetiva recuperação ocorrera somente no mercado de capitais, pois as bolsas europeias, depois de atingirem o fundo do poço no dia 9 de março de 2009, quando o Euro Stoxx 50 chegou a 1.809,98 pontos, voltaram a se recuperar a partir de então, tendo o Euro Stoxx 50 chegado a 3.012,65 em 15 de abril de 2010".

Nesse momento, já se faziam sentir os efeitos da crise da Grécia, que se mostrou resiliente, aparentemente em razão dos dos sucessivos "pacotes" de resgate montados pela União Européia, em conjunto com o BCE e o FMI. Na verdade, em lugar de arrefecer, a crise grega continuou a se expandir, engolfando Irlanda e Portugal nos meses seguintes e a Espanha e a Itália em agosto de 2011, conduzindo a novo pânico global a partir de então, com o recrudescimento da crise bancária dos países desenvolvidos.

A tabela 2 retrata o aumento espetacular do déficit público[29] durante o período 2008-2010, resultante da conjugação de políticas de resgate do capital financeiro com medidas contracíclicas de inspiração keynesiana e a queda da arrecadação tributária decorrente da recessão, mas também a manutenção, embora em ritmo declinante, de elevados déficits a partir de 2011, quando as políticas ortodoxas de ajuste passaram a ser implementadas. Conforme se verifica, entre os países desenvolvidos, o resultado operacional se tornou positivo na Alemanha a partir de 2012, enquanto o déficit se

[28] Ver Silva, de Andrade; e de Rezende (2011).

[29] Nessa tabela, apresentou-se o conceito de déficit operacional, em lugar do déficit nominal - utilizado pela quase totalidade dos analistas -, para se retirar o efeito da correção monetária sobre o mesmo, que destorce a análise, na medida em que o ritmo da inflação o afeta. Veja-se Gontijo e Oliveira (2012, p. 91-7).

reduzia significativamente nos Estados Unidos e no Japão. No caso dos PIIGS, apesar das draconianas medidas de ajuste implementadas a partir de 2011, os déficits continuaram muito elevados na Grécia e Espanha, tendo sido reduzidos em Portugal, Itália e Irlanda, que, na verdade, obteve um superávit expressivo em 2015. Quanto aos países emergentes, assinale-se que o déficit manteve-se elevado na Índia, país que, ao lado da China (que apresentou déficits modestos em 2014 e 2015), manteve acelerado ritmo de crescimento econômico, contrastando com a África do Sul e o Brasil, que implementou, em 2015, um programa de ajuste ortodoxo, que fez ampliar o déficit público. Finalmente, no caso da Rússia, a mesma apresentou déficit significante somente em 2015, como consequência dos efeitos fiscais da queda do preço de seu principal produto de exportação - o petróleo.

Tabela 2
Resultado Operacional/PIB
Países Selecionados, 2005-2015

País	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
G 7											
Estados Unidos	-1,0	0,0	-1,2	-5,4	-12,6	-9,9	-7,6	-6,1	-2,7	-2,4	-2,7
Japão	-7,1	-5,7	-3,8	-6,4	-11,4	-13,8	-13,8	-10,9	-9,8	-2,1	-0,2
Alemanha	-3,0	-1,5	1,4	0,7	-1,9	-3,4	0,0	1,1	1,7	1,7	2,4
França	-1,9	-0,9	-0,9	-1,7	-7,1	-5,9	-4,3	-3,8	-3,4	-3,4	-2,5
Reino Unido	-2,4	-1,7	-1,8	-3,8	-9,7	-7,6	-6,1	-6,4	-3,9	-4,0	-4,1
PIIGS											
Portugal	-4,3	-2,4	-1,2	-2,6	-9,0	-10,6	-7,6	-6,1	-2,0	-5,9	-1,9
Itália	-2,3	-1,7	1,0	-0,2	-3,3	-3,9	-1,8	-1,3	-1,4	-2,0	-1,6
Irlanda	2,2	3,4	0,5	-7,7	-15,6	-33,6	-10,6	-7,5	-4,1	-3,7	4,1
Grécia	-4,1	-2,5	-3,2	-5,7	-12,4	-10,4	-9,1	-7,1	-7,0	-7,9	-5,3
Espanha	3,1	3,9	3,3	-3,7	-10,9	-9,3	-9,4	-10,4	-6,4	-6,3	-3,9
BRICS											
Brasil	1,7	1,1	1,5	4,1	1,3	2,8	2,8	2,3	1,6	-1,9	-5,3
Rússia	11,7	10,1	7,0	6,0	-5,8	-1,8	3,1	1,3	-0,6	0,1	-2,3
Índia	-3,6	-1,0	0,0	-3,5	-5,2	-1,9	-4,7	-2,1	-3,5	-4,8	-6,0
China	0,1	0,1	2,5	2,5	-1,8	2,9	2,7	0,5	0,0	-0,4	-2,8
África do Sul	1,5	2,8	4,0	1,9	-2,7	-2,9	-1,6	-2,0	-1,6	-1,2	-2,3

Fonte: Dados originais do FMI. Elaboração dos autores.

3.4. **Especulação bursátil e com *commodities***

Obviamente um movimento monetário da magnitude do QE dos EUA, para não falar no aumento do passivo dos bancos centrais do resto do mundo, particularmente do BCE e do Banco do Japão, não deixaria de ter efeitos sobre a economia mundial. A expansão monetária dos países do G-7, com a sua redução das taxas de juros para níveis próximos de zero, tornou atrativos diversos outros ativos ao redor do mundo, lançando lenha na fogueira especulativa. Com taxas de juros zero, aplicações em bolsas de valores, em dívidas soberanas ou outros ativos "reais" ou financeiro, passaram a se tornar fortemente atrativos. Com isso, assistiu -se a um expressivo afluxo de capitais para as bolsas de valores, que se valorizaram rapidamente. De fato, a Bolsa de Valores de Nova York, que chegara ao fundo do poço no dia 6 de março de 2009, quando o valor de mercado das empresas nela negociadas alcançou US$ 5.022,47 bilhões e o índice *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) atingiu 6.443,27 pontos, recobrou, a partir de então, a sua tendência altista, com o valor de mercado chegando a mais de US$ 10.800 bilhões

em inícios de maio de 2015, quando o DJIA superou os 17.800 pontos, representando um acréscimo de mais de 176% no período.[30]

O movimento especulativo, originado na ampliação da liquidez internacional, também alcançou as *commodities*, com a rápida recuperação dos seus preços, que atingiram o ápice no terceiro trimestre de 2011 (IEA, 2013, p. 59).

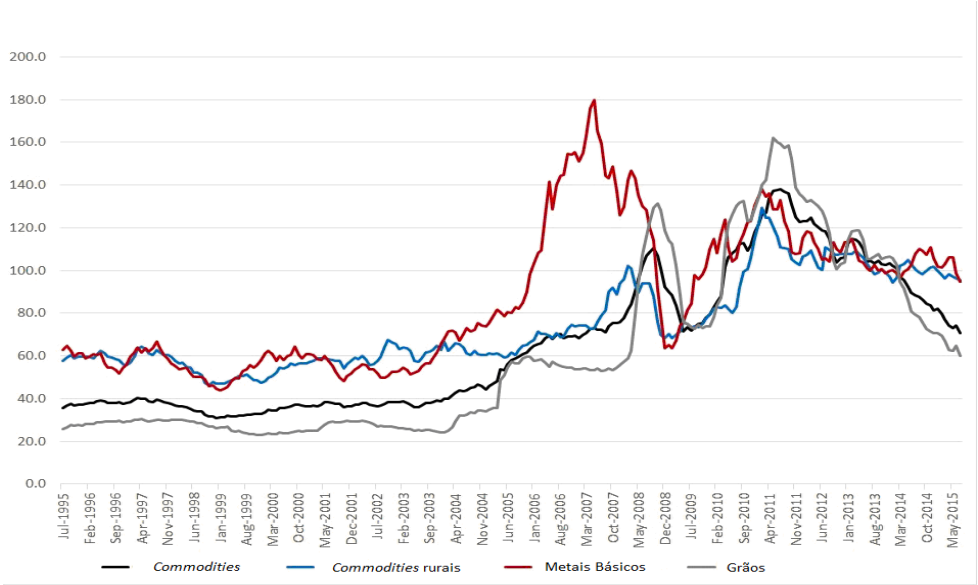

Figura 8. Evolução do Preços das Commodities, jul 1995-Dez. 2015
Fonte: Blomberg

Diferentemente, contudo, do que ocorreu com as Bolsas de Valores, que mais ou menos mantiveram-se em patamar elevado a partir de seu ápice, a retração do crescimento econômico mundial e do comércio internacional, que tiveram seus efeitos minorados em função da manutenção, até fins de 2011, dos preços das *commodities* em um patamar elevado, esses passaram a cair sistematicamente a partir de inícios de 2012, quando se intensificou a crise europeia. Essa tendência se viu reforçada a partir de 2014, quando os preços das principais *commodities*, principalmente dos alimentos e da energia (petróleo), despencaram no mercado internacional.

Na verdade, ao se interrogar sobre os motivos que originaram tal queda é necessário olhar para os fundamentos do mercado. Do lado da oferta, tem-se uma expansão da produção resultante dos investimentos (principalmente na formação de estoques) e do capital disponível durante a primeira fase da saída da crise. Como existia a perspectiva de inclusão no mercado de consumo de consumidores de classes baixas dos países emergentes, era evidente a necessidade de expansão da capacidade produtiva para atender a essa demanda em crescimento.

Contudo, por um lado, a frustração do crescimento econômico que se esperava levou a um aumento da oferta sem a correspondente absorção na demanda; por outro lado, a própria demanda diminuiu seu ritmo de crescimento, tornando mais fácil o atendimento do mercado. No setor de petróleo, por exemplo, estes fundamentos se mostram de forma bem nítida (OPEC, 2016): do lado da oferta, assistiu-se ao aumento da produção, sobretudo advinda dos avanços no fraturamento hidráulico; do lado da demanda, essa cresceu a um ritmo abaixo do esperado. Como resultado, verificou-se a

[30] Comportamentos semelhantes se pode observar nas bolsas dos outros países desenvolvidos (veja-se, por exemplo, os índices Nikkei 225 (Toquio); Dax 30 (Frankfurt); Ftse (Londres) e Cac 40 (Paris).

progressiva acumulação de estoques, provocando a queda vertiginosa dos preços desde meados de 2014. Mesmo a pressão altista nos mercados futuros não foi suficiente para evitar que o preço do barril caísse de US$ 115 barril em meados de 2014 para US$ 28 em inícios de 2016.

A queda dos preços das *commodities* impactou os países emergentes exportadores desses produtos de forma bastante dura, fazendo, em alguns casos, que renascesse a restrição externa, com a redução da capacidade de importar, a queda do nível de renda e a ampliação do déficit fiscal. Adicionalmente, como se verá na seção 3.6, a situação desses se viu ainda mais agravada pela redução da entrada de capitais. Num ambiente onde a demanda dos países desenvolvidos continua fraca e a dos emergentes é declinante e o capital financeiro é hegemônico, a saída da crise passou cada vez mais a ser focada em ajustes internos, com a ampliação da recessão e o agravamento da própria crise.

3.5. **Guerra cambial**

Um dos efeitos mais claros da crise de 2008, do próprio corte visceral da taxa de juros e da injeção monetária pelos países desenvolvidos, particularmente através do QE, foi a desvalorização das moedas desses países, a começar pelo dólar. Embora se possa pensar que, ao desvalorizar a sua moeda, os EUA estavam buscando uma saída para a recuperação de sua economia, não só no campo financeiro, mas também no campo do comércio internacional, ao ampliar a competitividade dos produtos norte americanos, a verdade é que a desvalorização não foi planejada, embora tenha sido vista com bons olhos pelo *Fed*, que nada fez para evitá-la. O mesmo se pode dizer, na verdade, com relação ao BCE e ao Banco da Inglaterra, para não falar no Banco Central do Japão.

A Figura 9 descreve a evolução da taxa efetiva real de câmbio de países selecionados, revelando com aparente clareza a desvalorização do dólar, da libra e do euro até 2011-2012, por conta dos fatores apontados acima, e a valorização das moedas dos países exportadores de *commodities* (Brasil, Rússia e África do Sul). Aparentemente, a valorização do yuan renminbi se explicaria pela mudança da atitude do governo chinês, que abandonou a sua conexão com do dólar, provavelmente não somente devido às pressões inflacionária decorrentes das desvalorizações cambiais, mas também da sua ambição de tornar o yuan uma moeda de reserva.[31] O verdadeiro mistério da valorização do iene no mesmo período talvez se explique, em grande parte, pela rápida recuperação da Bolsa de Tóquio e o expressivo afluxo de capitais para o Japão.

[31] A China tornou a sua moeda oficialmente conversível em ouro no dia 12 de abril de 2016, tendo o FMI, no dia 4 de outubro do mesmo ano, incluído o renminbi no rol das moedas de reserva.

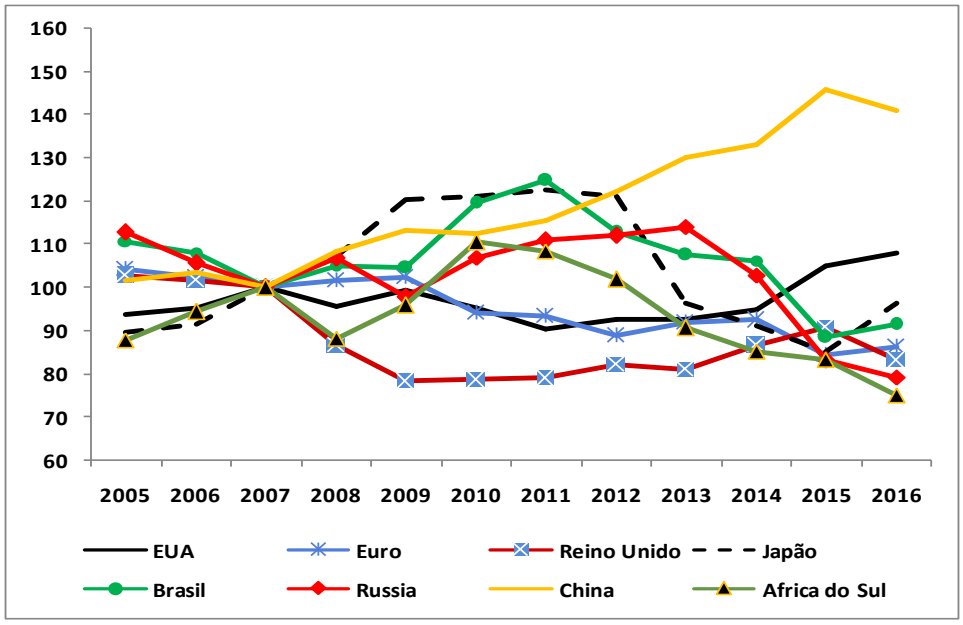

Figura 9: Taxa de câmbio real efetiva
Fonte: BIS (2016)

Ainda em 2010, o ministro da Fazendo do Brasil alertou para a situação que poderia estar se desenhando e que poderia comprometer a recuperação da economia global. Guido Mantega (*Financial Times*, 27/09/ 2010). chamou de "guerra cambial" ao caminho que então se estava desenhando: os EUA estariam buscando sua recuperação a expensas de um menor crescimento dos países emergentes - vistos como o motor do crescimento -, que ampliariam as suas importações de produtos norte-americano, reduzindo, por outro lado, as suas exportações para esse país.

Os argumentos apresentados pelo ministro brasileiro ganharam bastante eco na mídia especializada e até mesmo de grandes bancos internacionais, como o *Bank of America* e o o HSBC, cujo economista-chefe afirmou haver uma política de "beggar-thy-neighbour" (*The Economist*, 2015 a e b), ou seja, de conseguir ganhos de curto prazo às custas de perdas de outros países.[32]

Embora, como mostrado na seção 3.2, a política monetária expansionista dos países desenvolvidos, expressa através da baixa taxa de juros e a ampliação dos passivos dos bancos centrais, com o correspondente aumento da "oferta de moeda" , ainda não tenha retrocedido, a situação cambial se alterou bastante a partir de 2010-2011 (BIS, 2016). Se, entre 2007 e 2010, como visto acima, as moedas de vários países emergentes, como nos casos dos BRICS, se valorizaram, contribuindo para a contração do saldo da balança comercial, a fragilizar a tímida recuperação econômica, a partir de então se observou forte depreciação cambial na Rússia, Brasil e África do Sul. A explicação não poderia ser outra que a queda dos preços das *commodities*, que, assim, retornaram, conforme estudo do Goldman Sachs (*Financial Times*, 06/01/2015), para níveis considerados mais próximos da suposta "taxa de equilíbrio".

Por outro lado, a valorização recente do dólar parece dever-se, em parte, à crescente ansiedade em relação ao momento em que os EUA iriam abandonar essa política monetária expansionista. Na realidade, até mesmo o FMI (veja-se IMF, 2016, p. ?), desde 2014, tem predito a elevação das taxas de juros por parte dos países

[32] Ahamed (2011) comparou a desvalorização cambial dos países desenvolvidos à tentativa de soerguimento de barreiras alfandegárias durante a Grande Depressão.

desenvolvidos, principalmente pelos EUA, sem que isso se tenha verificado. Outro fator - comum aos outros países desenvolvidos - parece ser o retorno da confiança dos investimentos, traduzida na alta das principais Bolsas de Valores do mundo.

3.6. **Fluxos de capital e acumulação de reservas**

A política de ampliação do ativo e, portanto, da elevação da "oferta de moeda" pelos bancos centrais dos países desenvolvidos, particularmente pelo *Fed* e pelo BCE, tiveran outra consequência, associada à ampliação dos fluxos de capitais ao redor do mundo. No período imediatamente posterior à crise de 2008, quando a aposta no *decoupling* ainda estava em vigor, acreditou-se que s países emergentes seriam os destinatários naturais do fluxo de capital. Isso efetivamente ocorreu ao longo dos anos de 2010 e 2011 , com um fluxo maciço de capitais para a América latina e a Ásia, em especial a China, fluxo esse que ultrapassou 8% do PIB das economias emergentes

A partir, contudo, da eclosão da crise europeia, tornou-se claro que a recuperação dos países desenvolvidos não seria tão expressiva como imaginado, inviabilizando amanutenção do modelo "export-led-growth", visto que tampouco esses países poderiam contar com o crescimento da demanda europeia, comprometido cada vez mais pelas políticas de austeridade da "Troika". Pior ainda, a política fiscal norte-americana ficou amarrada pelo *Budget Control Act* de 2011, conhecido como "fiscal cliff" (*The New York Times*, 2012).

Os investidores tomaram, então, consciência de que o crescimento mundial estava ameaçado, pois, para começar, o mercado consumidor dos países desenvolvidos passou a minguar, como consequência do aumento do desemprego e a queda da taxa de crescimento econômico. De mais a mais, as exportações dos países emergentes passaram a enfrentar não apenas a queda dos preços das *commodities*, mas uma aguda concorrência por parte dos países desenvolvidos, com a desvalorização de suas moedas, particularmente do dólar. Em suma, não mais haveria a recuperação rápida da demanda nos países desenvolvidos nem tampouco o "descolamento" dos emergentes.

Como resultado da desaceleração do crescimento econômico mundial, do consequente adiamento dos investimentos das empresas, a se propagar graças ao multiplicador de renda, e da implementação de políticas de ajuste por parte dos governos, assistiu-se a uma significativa redução do fluxo de capitais em direção para os países emergentes a partir de 2011. Na verdade, esse fluxo tornou-se insignificante em fins de 2015 e princípios de 2016.

Outro elemento que reflete a situação frágil da economia global depois que se abortou a tentativa de saída keynesiana em favor de uma abordagem ortodoxa, baseada no suposto "ajuste fiscal", diz respeito às variações das reservas internacionais. Conforme se pode observar na Figura 10, no primeiro momento do pós-crise, os países emergentes continuaram a fortalecer sua posição externa com o acúmulo de reservas cambiais. Além disso, com a baixa da taxa de juros americana e a recuperação da demanda agregada, esses países voltaram rapidamente a exportar seus produtos (particularmente, as *commodities*), que logo recuperaram seus preços.

Com os saldos comerciais favoráveis e a entrada de capital para aproveitar o diferencial de juros em relação aos dos países desenvolvidos, os países emergentes passaram a obter significativos superávits no balanço de pagamentos, com o consequente acúmulo de reservas cambiais. Certamente, a expansão monetária levada a cabo pelos países desenvolvidos, particularmente o QE, trazia consigo inquietudes para os países emergentes, na medida em que implicava perdas decorrrentes da senhoriagem. Nesse contexto, a opção por "esterilizar" os saldos dos balanços de pagamentos foi

bastante discutida, conjuntamente com a sustentação da taxa efetiva de câmbio, de modo a se evitar o que para muitos se configurava como uma forma de "doença holandesa". Seja como for, o aumento das reservas, como se observa pela Figura 12, se tornou expressivo até meados de 2011, tendo atingido cerca de 6% do PIB..

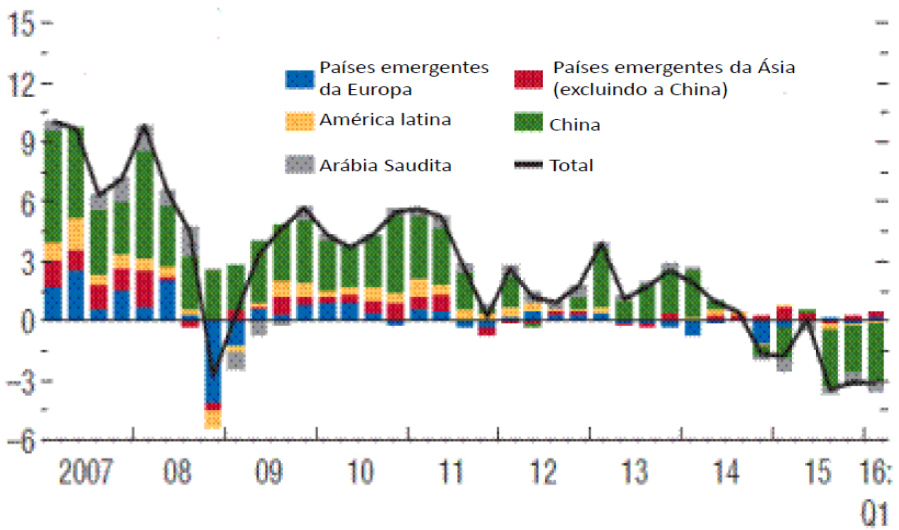

Figura 10. Variação das Reservas dos Países Emergentes (em % PIB), 1o Trim. 2007- 1o Trim. 2016

Fonte: IMF (2016)

Contudo, com a virada da política macroeconômica de 2010/2011 e a consequente desaceleração do crescimento, o ritmo de acumulação de reservas diminuiu consideravelmente, até se tornar negativo a partir do segundo semestre de 2014. Se, por um lado, esse movimento demonstra que os países emergentes passaram a contar com expressivos recursos para enfrentar a crise, eliminando o cenário de restrição externa que prevalecera até inícios da década de 2000, por outro lado revela que estes países começaram a sentir na própria pele os efeitos da estagnação do crescimento global.

4. O "NOVO NORMAL" OU A ERA DA ESTAGNAÇÃO.

Escrevendo em 2014 (p. 3), Rickards afirmou que "a economia mundial não está ainda no 'novo normal.' Em lugar disso, o mundo está numa viagem do velho para o novo sem nenhuma bússula ou coordenadas. A turbulência agora é a norma ".

Na realidade, a partir de uma perspectiva mais ampla, o caótico movimento da economia mundial a partir de 2010/2011, ou seja, depois da aparente superação da Grande Recessão de fins de 2008-meados de 2009, pode ser entendido como uma luta para ver quem iria arcar com os custos do resgate dos especuladores implementado a partir do estouro da bolha do *subprime*.

Parece claro que, para evitar a repetição da Grande Depressão, os governos dos principais países envolvidos diretamente na crise, intervieram por meio de políticas destinadas a evitar que a crise bancária saísse do controle e de políticas fiscais de natureza keynesiana, visando reaquecer a economia. Mas, além disso, tampouco deixaram de promover o resgate dos especuladores, através de uma expansão monetária como jamais vista na história,

Conforme salientado na seção 3.1, em 2010 os sinais de retomada eram claros, apesar da degradação dos balanços dos bancos centrais e do aumento dos déficits e das

dívidas dos Tesouros Nacionais dos países que foram chamados a assumir a conta deixada pela explosão da bolha financeira. Todavia, também se tornou patente a inviabilidade do modelo de retomada baseada no crescimento dos países emergentes, cujas importações não cresceram a ponto de viabilizar a expansão esperada das exportações dos países desenvolvidos por conta da desvalorização de suas moedas, num contexto de enxurrada de dólares, particularmente daquela resultante do QE.

Nesse contexto, os governos dos países desenvolvidos, com a impressão de que a crise havia sido superada, passaram a desmantelar os programas keynesianos, num momento em que emergia a crise da dívida soberana da Europa, consequencia da assunção, por parte dos governos dos PIIGS, da função de emprestador de última instância, negada pelo BCE. Na esteira da crise, o próprio BCE e a União Europeia, com a ajuda do FMI, passam a impor ajustes recessivos nos países devedores, tendo como objetivo atender aos credores, que impunham a rígida manutenção dos pagamentos, a despeito do risco recessivo. O pior é que, com o tempo, o mesmo modelo de ajuste recessivo passou a ser adotado também pelos países subdesenvolvidos, para não falar nos países emergentes, com que se tornou quase universal.

Entretanto, como não poderia deixar de ser, as políticas de ajuste então implementadas tiveram o efeito de reduzir o ritmo da atividade econômica e prolongar ainda mais a recessão, sobretudo na Europa. Na verdade, alguns ensaios de retomada da atividade econômica foram tentados, como por exemplo a política japonesa apelidada de "abenomics" (BLOOMBERG, 03/08/2013). Nos EUA, diante de uma oposição política feroz, o presidente Obama foi compelido a a governar, como apontado na seção 3.5, com o orçamento ameaçado pelo "fiscal cliff".

Diante da redução do ritmo de crescimento dos países desenvolvidos, o fluxo de capitais para os países emergentes passou a se contrair , conforme salientado na seção 3.6, processo que se viu acompanhado de expressiva queda dos preços das *commodities* (seção 3.4). Diante desses preços mais baixos e com os mercados em lenta expansão, os investimentos nos países em desenvolvimento também se retraíram, contribuindo para desalentar ainda mais o crescimento global.

Na verdade, as mudanças na economia desde a crise de 2008 foram profundas. Em fins de 2008 e princípios de 2009, como visto na seção 2,2, presenciou-se um relativo consenso, incluindo economistas ortodoxos, de que a saída exigiria medidas de estimulo à demanda, inclusive de natureza fiscal Não obstante, tendo em vista a hegemonia do capital financeiro, os governos também resgataram os especuladores, mesmo ao custo de mega déficits, a aumentar exponencialmente a relação dívida/PIB, através da aquisição de ativos tóxicos ou da oferta de dinheiro a juros baixíssimos.[33]

Essa trajetória obteve relativo sucesso durante o tempo em que foi empregada; no entanto, a partir de 2010/2011 os mercados financeiros voltam a ganhar ascendência sobre o jogo. Frente à deterioração de indicadores fiscais, os especuladores passaram a exigir ajustes fiscais do setor público, de forma a criar ou ampliar o superávit fiscal, fonte última de recursos para o pagamento do serviço da dívida pública, cujo aumento, paradoxalmente, resultou, em grande medida, do próprio resgate da especulação. Na maioria dos casos, contudo, o esforço dos governos, apesar de ampliar o desemprego e manter quadro de estagnação econômica, não foi suficiente para equilibrar as contas públicas, com a relação dívida/PIB continuando a se ampliar.

O que se assiste desde então é uma economia global em franco processo de desaceleração que tem afetado a todos, inclusive os principais países emergentes, cuja

[33] Observe-se que, à exceção da denominada base monetária, o passivo dos Bancos Centrais representa dívida do setor público.

taxa de crescimento caiu de 13% em 2010 para níveis próximos a 6.5% em 2016. No caso dos exportadores de *commodities*, esses países estão sofrendo com a expressiva redução do valor exportado, o que tem afetado negativamente o ritmo de crescimento do PIB, o balanço fiscal e o nível de emprego.

Surge, portanto, a pergunta: seria esse o novo padrão de crescimento mundial? Essa será a nova "normalidade" de agora em diante?

Mesmo autores do *establishment* financeiro global já começam a admitir que o caminho de recessão e ajustamento interno dos países não será suficiente para alterar a debilidade do crescimento econômico atual. O presidente da Universidade de Harvard Lawrence Summers (2016), o Nobel Paul Krugman (2015), o diretor do Banco Mundial, Paul Romer (2016) e o economista-chefe do FMI, Maurice Obstfeld (2016) defendem que esse rumo só levará à destruição do aparato de seguridade social nos países onde os ajustes estão sendo implementados, sem que haja qualquer melhora em termos do crescimento econômico, o que seria essencial para a manutenção da própria adimplência das obrigações da dívida pública.

A saída ortodoxo, portanto, se tem mostrado, além de contraprodutiva para o crescimento global e desse modo, para os próprios investidores no longo prazo, particularmente dura para com os países emergentes e subdesenvolvidos, que precisam de altas taxas crescimento para elevarem suas rendas per capita e atenderem às necessidades básicas de suas populações, que ainda estão arcando com o pagamento do resgate dos especuladores da bolha do *subprime*.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AHAMED, Liaquat. *Currency wars: Then and now*. Foreign Affairs. Disponível online em: https://www.foreignaffairs.com/articles/2011-02-20/currency-wars-then-and-now. March/April 2011.

AIKINS, Stephen K. "Global financial crisis and government intervention: A case for effective regulatory governance". *International Public Management Review*, vol. 10, n. 2, 2009.

BATRA, Ravi. *Greenspan's Fraud: How Two Decades of his Policies Have Undermined the Global Economy*. New York: Palgrave Macmillan, 2005.

BERNANKE, Benjamin S.; e LOWN, Cara S. “The Credit Crunch.” *Brookings Papers on Economic Activity 1991*, vol. 2, p. 205-47, 1991.

BLANCHARD, Olivier. *"Sustaining a global recovery"*. Finance & Development, set., p. 8-12, 2009.

BLOOMBERG. *Quick Table – Abenomics*. Disponível online em: https://www.bloomberg.com/quicktake/abenomics. Publicado em 03/08/2016. Acesso em 23/10/2016.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). Effective exchange rate indices. Disponível online em: http://www.bis.org/statistics/eer.htm Acesso em 06/11/2016.BOARD OF GOVERNORS OF FEDERAL RESERVE SYSTEM (BGFED). Term Auction Facility (TAF). Washinton: BFFED, 12/02/2016a.

___. *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)*. Washinton: BGFED, 12/02/201b.

___. *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)*. Washinton: BGFED, 12/02/2016c.

___. "Central bank liquidity swaps". *Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*. Washinton: BGFED, 14/08/2015.

___. *Term Securities Lending Facility*, Washinton: BGFED, 5/02/2010a.

___. *Money Market Investor Funding Facility*. Washinton: BGFED, 5/02/2010b.

___. Global Financial Stability Report, April 2009. Washinton: BGFED, abr. de 2009.
___. Global Financial Stability Report, October 2009. Washinton: BGFED, out. de 2009.
___. *2008 Monetary Policy Releases*, Washinton: BGFED, 25/11/2008.
BOERI, Tito; e GUISO, Luigi. "The subprime crisis: Greenspan's Legacy". In: FELTON e REINHART, 2008, p. 37-40.
CALOMIRIS, Charles W. *Not (Yet) a `Minsky Moment*. In: FELTON e REINHART, 2008, p. 77-83.Disponível também em: www.voxeu.org/index.php?q=node/739, acesso de 15/10/2008.
CARVALHO, D. F. "A crise financeira dos EUA e suas prováveis repercussões na economia global e na América Latina: uma abordagem pós-minksyana". In: *III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira*, São Paulo, 11 a 13 de agosto de 2010.
CHECCETTI, Stephen G. The subprime series, part 1: Financial crises are not going away. In: FELTON, Andrew; REINHART, Carmen, The First Global Financial Crisis of the 21th Century. London: VoxEU.org Publication, 2008, p. 21-23.
CHESNAY, François (org.).(2004). *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.
DANIELSSON, Jon. "Blame the models". In: FELTON e REINHART, 2008, p. 13-15.
DAVIDSON, Paul. "Is the current financial distress caused by the subprime mortgage crisis a Minsky moment? Or is it the result of attemplting to securitize illiquid noncommercial mortgage loans?" *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, n. 4, p. 669-76, Summer 2008.
DELL'ARICCIA, Giovanni; IGAN, Deniz; e LAEVEN, Luc. "The relationship between the recent boom and the current 7 delinquencies in subprime mortgages". In: FELTON e REINHART, 2008, p. 7-10.
DiLORENZO, Thomas J. "As raízes da crise imobiliária". In http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=53, acesso em em 02/08/2008.
EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB).
ECB Balance Sheet: Composition, Scope and Limits". *Place of Luxemburg*, 7/2/2012.
___. *European Central Bank Bulletin*, 2010 (qual o mês?)
DÚMENIL, Gerard; e LÉVY, Dominique. "O liberalismo sob a hegemonia norte-americana. In CHESNAY, 2004, p. 85-10.
FELTON, Andrew; e REINHART, Carmen. *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*. Londres: Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2008.
FLEMING, Michael J. "Federal Reserve liquidity provision during the financial crisis of 2007-2009". *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n. 563, jul. 2012.
FINANCIAL TIMES. *Brazil in "currency war" alert.* Disponível online em: https://www.ft.com/content/33ff9624-ca48-11df-a860-00144feab49a. Publicado em 27/09/2010. Acesso em 25/09/2016.
_____. *Brazil's Guido Mantega: currency warrior par excellence – or maybe not.* Disponível online em: http://blogs.ft.com/beyond-brics/2015/01/06/brazils-guido-mantega-currency-warrior-par-excellence-or-maybe-not/. Publicado em 06/01/2015. Acesso em 06/11/2016.
FOREIGN AFFAIRS. *The World Is Flat.* Volume 95 Number 2. March/April 2016.
GONTIJO, Cláudio. "Raízes da crise financeira dos derivativos subprime". *CEDEPLAR: Texto para Discussão n. 342*, dez. 2008.
GONTIJO, Cláudio; e DE OLIVEIRA, Fabrício Augusto. *A Crise da União Européia (Why Pigs Can't Fly).* Belo Horizonte: CORECON-MG/ASSEMG, 2012.
___. *Subprime: os 100 Dias que Abalaram o Capital Financeiro Mundial e os Efeitos da Crise sobre o Brasil*. Belo Horizonte: CORECON-MG/ASSEMG, 2009.

___. "A crise da globalização financeira". *XIV Encontro Nacional de Economia Política*, São Paulo, 2009.
GORTON, Gary. "The The Subprime Panic". *European Financial Management*, vol. 15, n. 1, p. 10-46, jan. 2009.
___. "The Panic of 2007". Paper apresentado na *Jackson Hole Conference* do Federal Reserve Bank of Kansas City, em agosto de 2008.
INTERNATIONAL ENERGY AGENCY (IEA). World Energy Outlook 2015. Paris: OECD. 2015.
INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Changing Nature of North-South Linkages: Stylized Facts and Explanations", IMF Working Paper WP/07/280. Disponível online em: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07280.pdf. 2007.
___. *World Economic Outlook April 2009.* Wahington: IMF, abr. 2009c.
___. *World Economic Outlook October 2009.* Wahington: IMF, out. 2009b.
___. *Global Financial Stability Report Navigating the Financial Challenges Ahead*. Wahington: IMF, out. 2009a.
___. *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*. Wahington: IMF, abr. 2009.
_____. *World Economic Outlook April 2010.* Wahington: IMF, abr. 2010.
_____. *World Economic Outlook. October 2010.* Disponível online em: http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=29. 2010 b
_____. *World Economic Outlook. October 2016*, Disponível online em: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/.
KRUGMAN, Paul. The Austerity Delusion. In: The Guardian. Disponível online em: https://www.theguardian.com/business/ng-interactive/2015/apr/29/the-austerity-delusion. Publicado em 29/04/2015. Acesso em 15/10/2016.
LIMA, Diego Biangolino Teixeira; e MATHIAS, João Felippe Cury Marinho. "Uma interpretação da crise *subprime* segundo a abordagem de Hyman Minsky". *II Encontro da Associação Keynesiana Brasileira*, Porto Alegre, 9 a 11 de setembro de 2009.
MIZEN, Paul. " The credit crunch of 2007-2008: A discussion of the background, market reactions, and policy responses". *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Sep./Oct., p. 531-567, 2008.
OBSTFELD, Maurice. *Global growth: Too slow for too long*. International Monetary Fund Blogs. Disponível online em: https://blog-imfdirect.imf.org/2016/04/12/global-growth-too-slow-for-too-long/. Publicado em 12/04/2016. Acesso em 20/10/2016.
PEREIRA, José Matias, *Finanças Públicas: A política orçamentária no Brasil*, 3ª edição, Editora Atlas, São Paulo, 2.006.
PERSAUD, Avinash. "Why bank risk models failed". In: FELTON e REINHART, 2008, p. 11-12.
RICKARDS, James. *The Death of Money*. New York: Penguin, 2014.
ROMER, Paul. The trouble with macroeconomics. Stern School of Business. New York University. Setembro de 2016.
SABADINI, Mauricio de Souza. "Especulação financeira e capitalismo contemporâneo: uma proposição teórica a partir de Marx". *Economia e Sociedade*, v. 22, n. 3 (49), p. 583-608, dez. 2013.
SILVA, Fernanda Faria; de ANDRADE, Carla Michelle Coelho; e de REZENDE, Luiz Paulo. "Políticas macroeconômicas da União Monetária Europeia: as dificuldades na manutenção do padrão 'one model fits all' para os países membros". *Leituras de Economia Política*, vo. 18, p. 15-41, jul. 2011.

SOROS, George. *O Novo Paradigma para os Mercados Financeiros; a Crise Atual e o que ela Significa*. Rio de Janeiro, AGIR, 2008;

SUMMERS, Lawrence. *Rescuing and Rebuilding the U.S. Economy: A Progress Report.* Discurso no *Peterson Institute for International Economics*, Washington, 17 de julho de 2009.

_____. The age of secular stagnation. In: Foreign Affairs. Vol. 95. num. 2. Março/Abril de 2016.

___. "Why America must have a fiscal stimulus". *Financial Times*, 9 de janeiro de 2009.

THE ECONOMIST. *Currency wars: lose-lose or win-win?* Edição de 04/02/2015. 2015 a.

_____. *Devaluations didn't work.* Edição de 30/09/2015. 2015 b

_____. *The low-rate world*. Edição de 22 setembro de 2016.

_____. *Why currency volatility has got worse.* Disponível online em: http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/02/economist-explains-2. Publicado em 03/02/2015. Acesso em 06/11/2016.

THE NEW YORK TIMES. The Fiscal Cliff Explained. Disponível online em: http://www.nytimes.com/2012/11/16/us/politics/the-fiscal-cliff-explained.html?_r=0. Publicado em 16/11/2012. Acesso em 20/10/2016.

TRACY, Ryan; STEINBERG, Julie; e DEMOS, Telis. "Bank Bailouts Approach a Final Reckoning

Treasury Sells Remaining Stake in Ally, Last Major Holding in Financial-Crisis Bailout Program". *Wall Street Journal*, 19/12/2014.

TREASURY COMMITTEE OF THE UK HOUSE OF COMMONS. *Financial Stability and Transparency: Government Response to the Committee's Sixth Report of Session 2007–08*. Londres: The Stationery Office, 2008.

UNITED NATIONS (UN). *World Economic Situation and Prospects 2010 Global Outlook*. Washington: UN, dez. 2009.

US CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE. *Report on the Troubled Asset Relief Program—October 2012*. Washington: US Congressional Budget Office, 11/10/2012.

WILSON, Linus; WU, Yan; e PREJEAN, Stephanie. "Are the Bailouts of Wall Street Complements or Substitutes?", *Midwest Finance Association 2013 Annual Meeting Paper*, mar., 2012.

WYPLOSZ,Charles. "The subprime crisis: observations on the emerging debate". In: FELTON e REINHART, 2008, p. 17-19.

YARDENI, Edward; e QUINTANA, Mali. *Global Economic Briefing: Central Bank Balance Sheets*. New York: Yardeni Research, 7 de out. 2016.