

Farhi, Maryse

**Working Paper**

## Estados e mercados na crise financeira

Texto para Discussão, No. 2429

**Provided in Cooperation with:**

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

*Suggested Citation:* Farhi, Maryse (2018) : Estados e mercados na crise financeira, Texto para Discussão, No. 2429, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/211379>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# 2429

TEXTO PARA DISCUSSÃO

## ESTADOS E MERCADOS NA CRISE FINANCEIRA

Maryse Farhi

ipea

ipea



### **ESTADOS E MERCADOS NA CRISE FINANCEIRA<sup>1</sup>**

Maryse Farhi<sup>2</sup>

---

1. Trabalho elaborado com informações disponíveis até dezembro de 2014.

2. Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisadora do Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Ipea.

## Governo Federal

**Ministério do Planejamento,  
Desenvolvimento e Gestão**  
Ministro Esteves Pedro Colnago Junior

**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiros – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

**Presidente**  
Ernesto Lozardo

**Diretor de Desenvolvimento Institucional**  
Rogério Boueri Miranda

**Diretor de Estudos e Políticas do Estado,  
das Instituições e da Democracia**  
Alexandre de Ávila Gomide

**Diretor de Estudos e Políticas  
Macroeconômicas**  
José Ronaldo de Castro Souza Júnior

**Diretor de Estudos e Políticas Regionais,  
Urbanas e Ambientais**  
Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

**Diretor de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação  
e Infraestrutura**  
Fabiano Mezadre Pompermayer

**Diretora de Estudos e Políticas Sociais**  
Lenita Maria Turchi

**Diretor de Estudos e Relações Econômicas  
e Políticas Internacionais**  
Ivan Tiago Machado Oliveira

**Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação**  
Mylena Pinheiro Fiori

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>  
URL: <http://www.ipea.gov.br>

## Texto para Discussão

Publicação seriada que divulga resultados de estudos e pesquisas em desenvolvimento pelo Ipea com o objetivo de fomentar o debate e oferecer subsídios à formulação e avaliação de políticas públicas.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2018

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1. Brasil. 2. Aspectos Econômicos. 3. Aspectos Sociais.  
I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As publicações do Ipea estão disponíveis para *download* gratuito nos formatos PDF (todas) e EPUB (livros e periódicos).  
Acesse: <http://www.ipea.gov.br/portal/publicacoes>

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: E580

# SUMÁRIO

---

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO .....	7
2 A CRISE EM VÁRIOS ATOS: 2007 A 2014.....	10
3 EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA E POLÍTICA ANTICÍCLICA .....	36
4 PALCO DE COEXISTÊNCIA E ENFRENTAMENTOS .....	55
REFERÊNCIAS .....	67
BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR .....	73
APÊNDICE .....	75



## SINOPSE

A recente crise financeira trouxe à tona questões que, anteriormente, não eram percebidas como sérias ou importantes. Ela sublinhou as estreitas relações entre a moeda fiduciária e os títulos de dívida pública nela denominados que implicam num estreita relação entre o Tesouro e o Banco Central. Duas mal concebidas abordagens do “novo consenso macroeconômico” sobre a moeda foram postas em evidência. A primeira, derivada da teoria quantitativa de moeda, diz respeito à rejeição à expansão monetária não esterilizada; a segunda, diretamente relacionada à ideologia neoliberal, proíbe ou impõe estritos limites ao papel dos bancos centrais no financiamento das dívidas públicas.

**Palavras-chaves:** crise financeira; política monetária; afrouxamento quantitativo; monetização da dívida; mercados financeiros.

## ABSTRACT

The recent financial crisis shed a new light on issues that, previously, were not perceived as serious or important. It highlighted the close ties between fiat money and government bonds denominated in it that imply a strong relationship between Treasury and Central Bank. Two ill-conceived views of the “new consensus” on money that had turned into taboos were also put in evidence. The first, derived from the quantitative theory of money, concerns the rejection of unsterilized monetary expansion; the second, directly related to the neoliberal ideology, prohibits or imposes strict limits on the role of central banks in the financing of public debts.

**Keywords:** financial crisis; monetary policy; quantitative easing; debt monetization; financial markets.





## 1 INTRODUÇÃO

Faz sete anos que eclodiu a crise financeira iniciada no segmento de crédito imobiliário nos Estados Unidos, que se espalhou para o mundo todo, com particular destaque para as demais economias avançadas. Essa crise foi grave o suficiente para ser qualificada, já em 2009, como “a mais séria e destrutiva desde 1929” pelo Comitê de Larosière, estabelecido pela União Europeia para avaliar seus aspectos e suas implicações. A profundidade de tal crise foi se tornando ainda mais clara ao longo desse período, marcando a diferença do atual momento em relação às retomadas econômicas verificadas desde a Segunda Guerra Mundial, que foram muito mais rápidas e acentuadas. Uma recuperação concomitante só ocorreu no segundo semestre de 2013, suscitando expectativas otimistas de que os impactos da crise começavam a ser superados. Mas tais expectativas se revelaram demasiadamente otimistas.

Um importante aspecto da dificuldade das economias centrais de voltarem às condições existentes no período anterior à crise está relacionado às trajetórias divergentes de suas economias. Além das diferenças estruturais de cada economia, o obstáculo para alcançar a coincidência temporal na recuperação das economias avançadas e evitar a forte assimetria em sua intensidade decorre das divergências das políticas macroeconômicas implementadas desde a crise, entre a Europa, os Estados Unidos e o Japão. Em 2009, passado o ápice da crise, as autoridades econômicas das principais economias desenvolvidas estiveram confrontadas a um dilema: manter os estímulos macroeconômicos por temor a uma dupla recessão e a um processo de deflação ou retirar parte ou a totalidade desses estímulos, por considerar que a recuperação econômica em curso era sustentável e/ou que o *deficit* das contas públicas tinha chegado a um ponto crítico.

Os diagnósticos daquele período e as respostas de política macroeconômica foram marcados por profundas divergências entre as economias desenvolvidas. Essa divergência de políticas macroeconômicas condicionou a evolução da economia mundial e pode, eventualmente, ter contribuído para agravar seus desequilíbrios. A Zona do Euro mostrou ser mais suscetível ao ideário conservador, que a levou a rapidamente abandonar as políticas macroeconômicas anticíclicas e a definir a volta ao equilíbrio fiscal como sua grande prioridade. Tal prioridade não ficou confinada aos países da Zona do Euro que ficaram na linha de mira dos mercados; como Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha – grupo conhecido como GIIPS. Esta se estendeu a outros que – embora pertençam à União Europeia – não aderiram à moeda única, como a Inglaterra e a Hungria, bem como a países não visados pelos mercados, como a Alemanha e a França. Em diversos países da região, os ajustes fiscais foram tão severos

que resultaram em fortes quedas da atividade econômica e do nível de emprego. Ademais, o Banco Central Europeu (BCE) – por restrições no mandato que lhe foi outorgado no Tratado de Maastricht, que criou a moeda única europeia – absteve-se de adotar política monetária de expansão quantitativa destinada a irrigar a economia com liquidez. Já nos Estados Unidos, tem prevalecido a visão de que o abandono de políticas anticíclicas seria prematuro. Essa visão está sobretudo presente na condição da política monetária.

A crise financeira internacional agravou-se muito no primeiro semestre de 2012, devido, de um lado, à elevação dos juros demandados pelos mercados para financiar as dívidas públicas da Itália e, sobretudo, da Espanha e, de outro lado, à acelerada fuga de capitais das economias europeias mais vulneráveis. O aparente pânico dos mercados financeiros só foi superado após o compromisso formal do presidente do BCE, Mario Draghi, de tomar todas as medidas necessárias para garantir a sobrevivência dessa moeda. A relativa calma financeira que se seguiu não foi suficiente para impulsionar a retomada econômica, e a região continua enfrentando os riscos de deflação.

Por sua parte, a economia dos Estados Unidos encontra-se em situação econômica bem mais favorável que a da Europa. O país tem registrado crescimento econômico a partir do terceiro trimestre de 2009. Mas, de forma geral, esse crescimento tem sido muito mais tímido que nos períodos que sucederam às recessões anteriores, o que leva a uma baixa redução do nível de desemprego.

Após os resultados das eleições de novembro de 2012 confirmarem não apenas a reeleição do presidente Barack Obama, mas também a maioria republicana na Câmara e a dos democratas no Senado dos Estados Unidos, o abismo fiscal (*fiscal cliff*) passou a concentrar as atenções. Sem mudança na legislação, 2013 foi marcado por abruptos e severos cortes das despesas públicas: fim das reduções de impostos decididas no governo de George W. Bush (US\$ 700 bilhões) e de um programa emergencial de auxílio-desemprego (US\$ 26 bilhões), entrada em vigor dos cortes automáticos de gastos públicos – resultantes do acordo para elevação do teto da dívida pública em 2011 (US\$ 65 bilhões) – e cortes nos pagamentos aos prestadores de serviços do Medicare (US\$ 11 bilhões). A coincidência temporal entre cortes de gastos e aumentos dos impostos, em um valor de US\$ 802 bilhões (perto de 5% do produto interno bruto – PIB – norte-americano), foi o resultado do confronto entre republicanos e democratas no Congresso.

O temor de forte contração fiscal nos Estados Unidos foi acentuado com a divulgação, em outubro de 2012, do relatório semestral do Fundo Monetário Internacional (FMI), intitulado de *World Economic Outlook*. A organização multilateral mudou suas previsões e passou a apontar riscos de recessão das economias avançadas bem mais elevados do que anteriormente, ao atribuir perto de 90% de probabilidade de sua ocorrência na Zona do Euro contra 30% no Japão e 20% nos Estados Unidos.

O principal fator apontado para tal revisão está ligado ao multiplicador fiscal, indicador que mede o impacto da política fiscal na atividade econômica. Quanto mais baixo for o multiplicador, menos custosa será uma contração fiscal. Após décadas em que preconizava e aplicava planos baseados na austeridade fiscal, porque considerava que o multiplicador era baixo (entre 0,4 e 0,5), o organismo multilateral passou a apontar que – na corrente crise – esse indicador tem sido bem mais elevado, situando-se entre 0,9 e 1,7. Dessa forma, as políticas de contração fiscal provocam quedas muito mais acentuadas que o previsto na atividade econômica e acabam deteriorando ainda mais a situação das contas públicas, tradicionalmente medidas como proporção do PIB, ao acarretarem recessão econômica e queda das receitas.

Entretanto, apesar das perspectivas pouco otimistas em relação à evolução da economia real, os preços dos ativos voltaram a elevar-se, sublinhando a assimetria existente entre a economia real e os mercados financeiros. Assim, as bolsas de valores norte-americanas, alemã e inglesa atingiram novamente – e, em alguns casos, ultrapassaram – os níveis registrados no período anterior à crise, enquanto os títulos portadores de juros subiram para patamares recordes. Essa assimetria foi o eixo do relatório quadrimestral do Banco de Compensações Internacionais (Bank for International Settlements – BIS, 2012), publicado em dezembro de 2012. Esta é, sobretudo, atribuída à expansão da liquidez decorrente das políticas monetárias de expansão quantitativa, mas também a uma percepção de menores riscos por parte dos investidores, em particular em relação à Zona do Euro, após a já referida declaração de Mario Dragui, que serviu de divisor de águas.

Esses fatores põem, mais uma vez, em evidência as complexas relações que se estabeleceram entre Estados e mercados, no contexto neoliberal que se difundiu a partir dos governos Ronald Reagan, nos Estados Unidos, e Margareth Thatcher, na Grã-Bretanha. Em 2008, na primeira fase da crise, essa relação teve o comportamento previsto, com os Estados socorrendo os mercados por meio de substanciais aportes financeiros.

Mas – a partir de final de 2009, para a surpresa de muitos – esta mudou de natureza: as relações entre Estados e mercados tornaram-se por vezes mais tensas e, até, antagônicas.

Após esta breve introdução, a segunda seção traça a periodização da crise e suas características mais marcantes. A terceira seção discute o papel do prestador de última instância e as distintas políticas monetárias anticíclicas, que permitiram a queda da percepção de riscos e o afastamento dos temores de ruptura da Zona do Euro. Por último, a quarta seção é dedicada à análise dos mercados de títulos públicos e das relações que nestes se tecem entre os Estados e os agentes de mercado.

## 2 A CRISE EM VÁRIOS ATOS: 2007 A 2014

A grave crise financeira iniciada em meados de 2007 no segmento de crédito imobiliário nos Estados Unidos adquiriu contornos sistêmicos após a falência do banco de investimentos Lehman Brothers, em setembro de 2008. Seus impactos foram de tal monta que esta foi qualificada como a mais séria e destrutiva desde a Grande Depressão de 1929. Passados mais de sete anos de sua eclosão, essa crise continua provocando acentuada deterioração das condições macroeconômicas. As economias avançadas estão longe de se recuperar, com várias entre estas sendo confrontadas com a temível ameaça de espiral deflacionária (Fisher, 1933).

As relações de causalidade entre a crise financeira e o agravamento dos desequilíbrios permitem afirmar que se trata de um mesmo e único episódio. À semelhança da Grande Depressão, a crise atual também pode ser decomposta, analiticamente, em três fases.

### 2.1 O ápice da crise

A primeira fase iniciou-se em meados de 2007, com a elevação da inadimplência e a desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas americanas de alto risco (*subprime*) e culminou com a falência do banco de investimentos Lehman Brothers, em setembro de 2008, que lhe conferiu caráter sistêmico. Nessa fase, tudo parecia indicar que as lições da Grande Depressão tinham sido aprendidas, o que permitiu evitar a repetição dos equívocos de política econômica que tinham contribuído para seu aprofundamento e sua extensão. Apesar de suas raízes teóricas muito distintas, essas lições tinham importante elemento em comum: todas preconizavam intensa intervenção do Estado em oposição às políticas de *laissez-faire* e às diretrizes das políticas macroeconômicas recomendadas pelo *mainstream* econômico e endossadas pelo FMI.

As lições da Grande Depressão que foram aplicadas naquele período organizaram-se em torno da necessidade de evitar uma espiral deflacionária, por meio de intensa atuação do Estado e/ou do banco central – *big government* e *big bank*, na denominação de Minsky (1982; 1986). Foi em nome dessa necessidade que os países desenvolvidos atuaram maciçamente e de comum acordo para socorrer os bancos comerciais e outras instituições financeiras importantes,<sup>1</sup> os mercados financeiros mais sensíveis,<sup>2</sup> bem como para incentivar a demanda agregada e reduzir as taxas de desemprego. Mas deve ser assinalado que, embora os membros da Zona do Euro tenham concordado em seguir orientações gerais comuns, todos os pacotes de assistência foram desenvolvidos, financiados e geridos pelas autoridades nacionais. Cada um desses pacotes de resgate nacionais manteve seu formato próprio, sinalizando a inexistência de solidariedade financeira entre esses países que compartilham uma mesma moeda. Soros aponta :

O primeiro passo no processo de desintegração da Europa foi dado pela Alemanha, quando, logo após a falência do Lehman Brothers, Angela Merkel declarou que a garantia estendida às instituições financeiras deveria vir de cada país, agindo isoladamente, e não da Europa em seu conjunto. Os mercados financeiros demoraram mais de um ano para perceber a implicação dessa declaração, o que mostra que estes não são perfeitos (Soros, 2012, tradução nossa).

## 2.2 *Intermezzo*

A segunda fase abrangeu 2009 e o início de 2010. Esta se caracterizou por recuperação dos preços dos ativos e expectativas de retomada econômica, em função das políticas fiscais e monetárias adotadas no período anterior. O bom desempenho dos mercados financeiros levou os agentes econômicos à percepção do *business as usual*, e os bancos passaram a exercer pressões para evitar ou atenuar as mudanças na supervisão e na regulação financeira. Foi igualmente o período em que a crise financeira teve o maior impacto na economia real, com forte queda do nível de atividade e alta do desemprego. Esse descompasso conduziu à cristalização do ressentimento popular em relação aos imensos programas de resgate das instituições financeiras – comparado com os insuficientes recursos destinados a programas sociais no período – e à falta de mecanismos ou de vontade política para impedir o pagamento de milionários bônus a seus dirigentes. Tal ressentimento está na base do lançamento de diversos documentários, livros de divulgação e artigos na imprensa sobre a atuação das grandes instituições financeiras no

1. Essa atuação assumiu formatos distintos conforme os países. Por exemplo, os Estados Unidos concederam empréstimos aos bancos, enquanto na Inglaterra e na Irlanda o Estado assumiu o controle acionário dos bancos.

2. No caso dos mercados, a atuação dos governos foi relativamente uniforme e consistiu essencialmente em garantir a solvência dos títulos privados.

período que antecedeu a crise, além de dar origem à criação de comissões parlamentares de inquérito e ao surgimento e à expansão internacional do movimento Occupy Wall Street. Mas a este também têm sido atribuídas diversas decisões de política econômica, com alguns dirigentes – notadamente europeus – procurando se dissociar da imagem de defensores dos privilégios das instituições financeiras e seus dirigentes.

A expansão maciça dos *deficit* públicos e dos balanços de bancos centrais para combater a crise era, então, amplamente considerada como excepcional e temporária. De fato, muitos governos e bancos centrais, desconfortáveis com a situação, começaram – a partir do segundo semestre de 2009 – a discutir uma “estratégia de saída”. Mas as reversões provaram ser muito mais complexas do que se previa, com os *deficit* públicos prosseguindo sua trajetória de ampliação diante da forte queda de receitas ocasionada pelo baixo nível da atividade econômica. Foi, igualmente, nessa fase que as políticas macroeconômicas começaram a divergir entre a Europa, mostrando-se muito mais preocupada com os desequilíbrios fiscais do que com um crescimento econômico sustentável, e os Estados Unidos, onde ocorria o contrário (Farhi, 2012).

### 2.3 A recaída

Já a terceira fase desenvolveu-se a partir do início de 2010 a meados de 2012. Essa fase se caracterizou por séria ameaça de nova contração econômica, com grande potencial de contagiar o conjunto da economia internacional. A esperada recuperação econômica dos países desenvolvidos mostrou ser anêmica, devido, por um lado, às políticas macroeconômicas contracionistas na Europa e, por outro lado, à necessidade de as instituições financeiras e as famílias prosseguirem no processo de redução de suas dívidas.

Nos Estados Unidos, o Federal Reserve System (Fed) passou a adotar políticas monetárias não convencionais para incentivar o crescimento econômico e reduzir o desemprego – ao comprar títulos para injetar recursos na economia –, que serão discutidas adiante. Mas, nessa fase, o epicentro passou a ser a União Econômica e Monetária Europeia (UEME), que resvalou para uma crise marcada pela desconfiança dos mercados financeiros em relação à capacidade de diversos países da região de honrar seus compromissos financeiros. No caso que surgiu inicialmente na Grécia, o período de *boom* ou de bolha anterior havia ocultado muitas mazelas econômicas e encorajado o aumento do ritmo dos gastos públicos. A revelação de que os dados oficiais da dívida pública grega estavam longe de refletir a realidade – seguida por reiteradas declarações públicas de representantes dos principais países da Zona do Euro, que consideraram inclusive a possibilidade de *default* – levou a um abrupto fim da complacência dos

mercados. Desde a criação do euro até a ameaça de crise sistêmica, com a falência do Lehman Brothers, em 2008, não tinha havido dificuldade em financiar *deficit* fiscais e/ou de balanços de pagamentos dos países, considerados como não sendo muito confiáveis pelos mercados de capitais.

Nesse período, como mostra o gráfico 1, os juros demandados pelos investidores para adquirir títulos das dívidas públicas dos países menos desenvolvidos da Zona do Euro tinham convergido para níveis pouco superiores aos dos títulos dos países mais desenvolvidos. Subitamente, esses juros passaram a apresentar diferenciais cada vez mais elevados em relação aos pagos pela Alemanha. Mas o movimento – longe de estar sincronizado – ocorreu em diversos episódios de elevadas vendas dos detentores desses títulos, além das vendas a descoberto dos especuladores, atingindo países bastante diferenciados, começando pela Grécia, seguida da Irlanda, de Portugal, da Espanha e da Itália. Em cada um desses episódios, a desconfiança dos investidores foi seguida por rebaixamentos da classificação de risco de crédito desses países, realimentando-a. Surgiu o acrônimo pejorativo de PIIGS (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha) para designar esse conjunto de países, posteriormente substituído por GIIPS, politicamente mais correto.

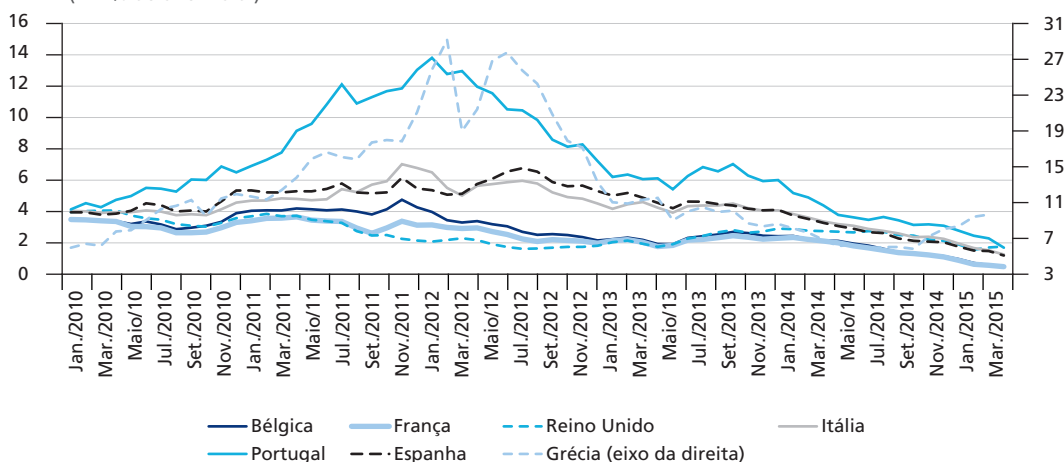
No que concerne ao segundo país a ser atingido, a Irlanda, a deterioração da situação fiscal estava diretamente ligada à crise financeira: custo fiscal das operações de resgate dos bancos, perdas de receitas causadas pela recessão e renúncias fiscais discricionárias tomadas para estimular a atividade econômica. A origem desses custos estava relacionada às mesmas razões que tinham transformado a Irlanda em exemplo de sucesso: a opção de inserção internacional baseada em forte redução de impostos para atrair investimentos e acentuada financeirização da economia, que levou os ativos dos bancos irlandeses a alcançarem, em 2009, 1.017,6% do PIB do país.<sup>3</sup> As características dessa opção de política macroeconômica serão discutidas adiante. Na sequência, Portugal, Espanha e Itália entraram na mira dos investidores, por motivos diferenciados, existentes antes da crise, mas mascarados pelo alto volume de crédito que recebiam do norte europeu. A crise provocou acentuada contração desses créditos.<sup>4</sup>

3. Dados apurados por Deutsche Bank Research (2010).

4. Com a livre movimentação de capitais instituída pelo Tratado de Maastricht, os países menos desenvolvidos da Zona do Euro tinham consideráveis *deficit* em transações correntes, financiados com crescente endividamento bancário externo – tanto público como privado –, bem como com fluxos de investimento estrangeiro de portfólio, originários dos países-membros superavitários que alimentaram espirais ascendentes de preços de ativos, dando origem a bolhas de ativos – em particular, imobiliárias –, tais como as da Irlanda, da Espanha, da Holanda e da Grécia (Freitas, 2011).



GRÁFICO 1  
**Rendimento dos bônus governamentais de dez anos (jan./2010 - mar./2015)**  
 (Em % ao ano – a.a.)



Fonte: Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE).  
 Obs.: Agradece-se ao apoio de Giovanni Roriz Lyra Hillebrand na captura dos dados.

Já no período inicial da terceira fase da crise, marcado pelas dificuldades de financiamento público da Grécia, as políticas macroeconômicas contracíclicas foram abandonadas pelos países europeus, que definiram a volta ao equilíbrio fiscal como sua prioridade, com base no diagnóstico de que a Europa padecia de excesso de gastos públicos. Tal prioridade não ficou confinada aos países da Zona do Euro na linha de mira dos mercados, que tiveram de aceitar drásticas medidas fiscais para poder ter acesso aos recursos do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (European Financial Stability Facility – EFSF).<sup>5</sup> Esta se estendeu a outros países não visados pelos mercados, como a Alemanha e a França, bem como a países que – embora pertençam à União Europeia – não aderiram à moeda única, como a Inglaterra e a Hungria.

Essa fase da crise na Europa tem sido descrita como um trem desgovernado, filmado em câmara lenta, que – em várias ocasiões – se aproximou do abismo e que tem, logo adiante, uma descida extremamente íngreme que pode acelerá-lo.

5. O Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (EFSF) foi criado como um mecanismo de resolução de crise temporária pelos Estados-membros da Área do Euro, em junho de 2010. Este forneceu assistência financeira a Irlanda, Portugal e Grécia, financiando-a por emissão de obrigações e outros instrumentos de dívida nos mercados de capitais. Um mecanismo de resgate permanente, o Mecanismo Europeu de Estabilidade (European Stability Mechanism – ESM) iniciou suas operações em 8 de outubro de 2012. Passou a ser o único mecanismo para responder a novos pedidos de auxílio financeiro por Estados da Zona do Euro, tendo concedido empréstimos para Espanha e Chipre.

Sua transformação em nova crise bancária e acentuada restrição ao crédito constituiu essa inclinação acentuada, que poderia provocar um descarrilamento – ou seja, ameaçar a própria sobrevivência do euro. Essa perigosa trajetória poderia ter sido precocemente interrompida com menor custo, se o centro de decisões adotasse medidas fortes em vez de, simplesmente, procurar ganhar tempo e adiar a solução. Tais medidas implicavam a afirmação da solidariedade dos países da UEME,<sup>6</sup> por meio do lançamento de títulos europeus (*eurobonds*) e de compras pelo BCE dos títulos públicos dos países atingidos pela desconfiança dos mercados.

Pelo contrário, Carvalho (2012) aponta que, nos momentos iniciais, o volume de recursos necessários ao resgate da dívida grega pareceu excessivo para o governo de Angela Merkel da Alemanha, que contava com o forte apoio do então presidente da França, Nicholas Sarkozy, aliança que recebeu o nome de “Merkozy”. Quando essa aliança deixou claro que não tinha intenção de socorrer os membros mais necessitados da UEME, os investidores passaram a vender enormes quantidades de títulos dos países mais endividados e seus preços desabaram, o que elevou o custo de financiamento de suas dívidas para patamares insustentáveis. Nesse período, a situação grega foi enormemente agravada por reiteradas declarações públicas de Angela Merkel e Nicholas Sarkozy recusando-se a prestar-lhe socorro e considerando inclusive a possibilidade de *default*, caso não fosse adotada uma restrição fiscal draconiana.

Tais declarações públicas tinham por objetivo não desagradar aos eleitores que se posicionavam claramente contrários a novas despesas fiscais de socorro financeiro seja para bancos, seja para outros países. Estas só pioraram as expectativas e suscitaram fortes reações dos agentes de mercado, o que levou a um acentuado aumento da percepção de riscos e a uma forte elevação das taxas de juros demandadas pelos investidores para financiar a Grécia, em um episódio semelhante aos *sudden stops* de fluxos de capitais que atingiram as economias emergentes na década de 1990.

A União Econômica e Monetária Europeia só passou a afirmar seu compromisso com uma resolução da crise quando a situação se agravou a ponto de a sobrevivência da moeda única ser posta em questão pelos mercados e por economistas, como o ex-presidente

6. Jim O’Neill, presidente da Goldman Sachs Asset Management, afirmava, em 2012, à Reuters, que se “Angela Merkel e seus colegas estivessem junto com o resto da Área do Euro (...) e se comportassem como uma verdadeira união, esta crise seria concluída neste fim de semana” (*apud* Pettis, 2012).

do Fed, Paul Volcker (Clark, Jones e Cameron, 2010). Em maio de 2010, vários meses após o início dessa fase da crise, a UEME decidiu criar um fundo temporário de resgate de € 700 bilhões, o EFSF, destinado a socorrer tanto a Grécia quanto outras economias europeias, que também tinham passado a ser consideradas frágeis. Esses auxílios foram condicionados à adoção de medidas de fortíssima contração fiscal, o que levou as economias a estarem sujeitas a entrar em deflação. Assim, impossibilitou-se a redução de seu endividamento em função da queda do PIB e das receitas fiscais. Esse organismo passou a ser o prestador de última instância da economia europeia, com um volume de recursos previamente delimitado. Ele foi substituído em 2012 pelo Mecanismo Europeu de Estabilidade (European Stability Mechanism – ESM), que – ao contrário de seu antecessor – foi autorizado a emitir títulos no mercado de capitais, caso isso fosse necessário para socorrer países de maior porte, como a Espanha ou a Itália.

As falhas da concepção da moeda única europeia vinham sendo denunciadas, de há muito, pelos chamados eurocéticos – ver, por exemplo, Arestis e Sawyer (2001) e/ou Barthe (2003). Mas estas foram amplamente ignoradas pelos agentes de mercado, que elevaram o euro à condição de segunda moeda reserva internacional, sobretudo em função do fato de que sua introdução resultou em um amplo espaço financeiro integrado com livre circulação de capitais e um elevado PIB.

A UEME resulta da decisão de diversos países<sup>7</sup> de utilizar uma mesma moeda, o euro, e respeitar regras especificadas no Tratado de Maastricht, ratificado em fevereiro de 1992.<sup>8</sup> Sifakis-Katapanakis assinala que

a unificação econômica e monetária europeia é uma experiência histórica extremamente ambiciosa, dado não só o número de países envolvidos no processo, mas também os desequilíbrios estruturais e as diferenças de desenvolvimento entre esses países. De fato, uniões monetárias plenamente estabelecidas em economias de mercado sempre foram realizadas no seio da mesma nação (Sifakis-Katapanakis, 2011, p. 2, tradução nossa).

---

7. Inicialmente, doze países aderiram à União Econômica e Monetária Europeia (UEME). Atualmente, dezenove dos 28 Estados-membros da União Europeia utilizam o euro como moeda: Alemanha, Áustria, Bélgica, Chipre, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos e Portugal. Os Estados-membros da União Europeia que não adotaram a moeda única são Bulgária, Croácia, Dinamarca, Hungria, Polônia, Reino Unido, República Checa, Romênia e Suécia.

8. Até 2002, o euro foi utilizado nos mercados financeiros e, gradualmente, como numerário para pagamentos: cheque, cartão de crédito, transferência bancária ou débito direto. A moeda entrou em circulação a partir de 1º de janeiro de 2002, nos doze países da Zona do Euro.

Antes da introdução do euro, as divergências macroeconômicas eram contrabalançadas pela taxa de câmbio: países mais competitivos tinham moedas mais fortes que as dos países menos competitivos. A intenção da criação do euro era contribuir para a promoção da convergência das economias da UEME, além de estreitar as relações entre os países-membros e intensificar o comércio intracomunitário pela abolição das flutuações cambiais. Na prática, desde a assinatura do Tratado de Maastricht em 1992, longe de ocorrer a esperada convergência, registrou-se acentuado agravamento das divergências macroeconômicas. Caminhos opostos de produtividade, custos salariais (Dullien e Fritsche, 2006), produção industrial, taxa de inflação, balança comercial, dívida pública, taxa de crescimento econômico etc. já existiam no momento da criação do euro e acentuaram-se significativamente ao longo do tempo, em particular após 2008 (Northcott, 2012). Inserem-se no que Krugman (2007) denominou de “Era da Grande Divergência”. As disparidades refletiram-se na acumulação de desequilíbrios que beneficiaram os países mais desenvolvidos do norte da Europa, em detrimento dos países do sul, menos desenvolvidos.<sup>9</sup>

Desde a introdução do euro, a indústria alemã mais que duplicou suas exportações – que representaram 20% do seu PIB, no início dos anos 1990, e 46%, em 2010. Entre 1998 e 2006, os custos trabalhistas na Alemanha caíram em termos reais, enquanto os salários aumentaram no resto da região, 15% na França e entre 25% e 35% na Espanha, em Portugal, na Grécia e na Itália. Em uma união monetária, o aumento do *superavit* alemão significava *deficit* para os outros. Entre 2004 e 2011, a produção de carros franceses e italianos caiu 30%, enquanto a da Alemanha aumentou 22% (Poch, 2012).

Entre as regras do Tratado de Maastricht e dos acordos que o antecederam (Tratado de Amsterdam, 1997 e Ato Único Europeu, 1986),<sup>10</sup> incluem-se limites às dívidas e aos *deficit* públicos, bem como a obrigação de respeitar a total liberdade de circulação de capitais. Enquanto esta última tem sido escrupulosamente seguida, os tetos permitidos para dívidas e *deficit* públicos passaram a ser desrespeitados desde o período 2001-2002, quando a Alemanha e a França os ultrapassaram, sem que as sanções previstas fossem aplicadas. Segundo Freitas (2011, p. 23):

ao invés de a União Monetária ser complementada pela união fiscal e pela formulação de uma política econômica coordenada e comum, com transferências fiscais entre os países-membros em caso de necessidade, ocorreu afrouxamento das regras do Tratado.

9. Ver, também, Kregel (2012a) e Miranda (2014).

10. Esses tratados estão disponíveis em: <<https://goo.gl/K6Aiwv>>.

Um dos pilares institucionais fundamentais da UEME é o BCE, criado em 1º de junho de 1998. É a única instituição verdadeiramente federativa – em uma região monetária fiscalmente não federada – criada em decorrência da introdução da moeda única europeia, e goza de personalidade jurídica e de total independência em face das instituições nacionais e europeias. O banco define a política monetária da União, por meio do manejo de taxa básica de juros comum a todos os países da Área do Euro. Assim, com a união monetária, os bancos centrais nacionais dos Estados-membros que aderiram à moeda única perderam a atribuição de formular e executar a política monetária, função exclusiva do Conselho do BCE.<sup>11</sup> Dessa forma, esses bancos centrais mantiveram a supervisão e a regulação de sua própria estrutura financeira nacional, mas perderam a capacidade de emitir moeda e deixaram de executar a política cambial (Scheller, 2006).

Essencialmente, o euro é uma moeda estrangeira para todos os países da Zona do Euro. Este impõe taxas de câmbio rígidas, independentemente da sua condição e das realidades subjacentes, e priva-os de autonomia monetária. Nesse sentido, as funções do euro assemelham-se muito ao papel do dólar para a Argentina, entre 1991 e 2001, quando a taxa de câmbio foi fixada pela própria Constituição em um peso por dólar (Aglietta, 2012, p. 20).

O arcabouço institucional definido para o BCE pelo Tratado de Maastricht instituiu a estabilidade dos preços como objetivo primordial e único dessa instituição, por exigência da Alemanha. Sua missão consiste em manter a estabilidade dos preços, ao subordinar todas as suas demais atribuições a esse objetivo. Em consequência, contrariamente a outros bancos centrais de países desenvolvidos, esse banco não é designado explicitamente como emprestador de última instância. Os investidores assumiram – até o início da terceira fase – que estava implícito que a autoridade monetária da UEME agiria como tal, se fosse necessário, e tomaria para si imensas posições em ativos denominados em euro. O pânico desencadeou-se quando se deram conta de que essa expectativa estava longe de corresponder à atuação do BCE. Essa discussão será retomada de forma mais aprofundada na próxima seção.

---

11. O Conselho Executivo do Banco Central Europeu (BCE) é composto pelo presidente, pelo vice-presidente e pelos quatro outros membros. Todos são designados por maioria qualificada pelo Conselho Europeu, constituído pelos chefes de Estado ou de governo dos países-membros, juntamente com o presidente da Comissão Europeia e o presidente do Conselho Europeu.

Estava em marcha o processo de contágio que se estendeu da Grécia à Irlanda e Portugal e, no primeiro semestre de 2012, passou a ameaçar a Espanha e a Itália. O canal condutor desse contágio situou-se no mercado de títulos públicos, com os investidores vendendo imensos volumes desses títulos ou só aceitando comprá-los a preços cada vez mais baixos, o que implicava juros cada vez mais elevados e insustentáveis. A desvalorização dos títulos das dívidas desses países causou imensos estragos nos balanços dos bancos europeus, que haviam acumulado elevados estoques em razão do diferencial de juros em relação à taxa básica, que, nos bons tempos, eram considerados atraentes. Com efeito, após a introdução da moeda única e a consequente eliminação do risco cambial, os governos de vários países-membros passaram a endividar-se, em euros; em particular junto a bancos alemães, ingleses e franceses.

Nesse período, existiu o risco concreto da transformação de crise pública em nova crise privada. Os principais fatores eram a presença, em elevados volumes, nos ativos dos grandes bancos europeus, dos títulos soberanos dos países do GIIPS, inclusive porque ainda eram considerados como ativos sem risco pelos reguladores<sup>12</sup> e o fato de que – temerosos de uma saída de seus países do euro – depositantes dos países sob ataques começaram a transferir seus recursos, em particular para bancos nos Estados Unidos, na Alemanha e na Suíça. *Last but not least*, em 2012, diversos escândalos, como as revelações públicas dos imensos prejuízos do JP Morgan em complexos derivativos (Choudhury e Kopecki, 2012), as investigações do Senado norte-americano sobre lavagem de dinheiro no HSBC (HSBS..., 2012), as acusações do organismo de supervisão bancária de Nova Iorque de que o banco Standard Chartered tinha auxiliado o Irã – o que infringe a legislação norte-americana antilavagem de dinheiro (Silver-Greenberg, 2012) – e o episódio denominado de Liborgate,<sup>13</sup> minaram ainda mais a confiança no sistema financeiro e trouxeram novas interrogações sobre a promiscuidade das relações entre bancos privados e os bancos centrais (Rabreau, 2012; Johnson, 2012; Cimilluca, 2012; Kregel, 2012b).

12. Os *stress tests* realizados pelo BCE nos principais bancos dos países-membros da UEME, para medir sua resiliência em caso de choque adverso, não incluíram, em seus parâmetros, a desvalorização ou a possibilidade de *default* nos títulos públicos mantidos em carteira.

13. Os principais bancos europeus (Barclays, Royal Bank of Scotland, Deutsche Bank, Société Générale e Crédit Agricole) foram acusados de manipular em seu favor, de 2005 a 2009, tanto a taxa London Interbank Offered Rate (Libor) – a mais importante taxa interbancária, que serve de referência para reajustar trilhões de empréstimos e ativos financeiros, com o beneplácito ou a negligência do Banco da Inglaterra e do Federal Reserve System (Fed) –, quanto as principais taxas de câmbio.

Esse risco decorrente do agravamento da crise europeia incluía as repercussões do descontentamento popular em diversos países que estariam chegando a um ponto crítico, seja por meio de manifestações populares nem sempre pacíficas, seja por intermédio do plano eleitoral. Mas a questão mais importante é o fato de que os governos nacionais estão fragilizados – em todos os sentidos possíveis, não havendo dúvida de que vários não têm recursos para voltar, eventualmente, a socorrer seus bancos.

As percepções sobre as perspectivas da Zona do Euro e a moeda em si tornaram-se cada vez mais negativas, o que levou o BCE a decidir implementar novas medidas para combater a crise na região. Em 26 de julho de 2012, o presidente do BCE, Mario Draghi, anunciou que o conselho de diretores desse banco decidira, de forma unânime, “fazer tudo o que fosse necessário para preservar a Zona do Euro”. A proposta do BCE, centrada na compra de títulos públicos dos países sob suspeita dos mercados, foi rapidamente alcinhada pela imprensa especializada de “grande bazuca”. Procurando justificar essa nova abordagem do ponto de vista da ortodoxia econômica, Mario Draghi declarou que “na medida em que o tamanho do *spread* soberano dificulta o funcionamento do canal de transmissão da política monetária, ele se enquadra no nosso mandato”. Ao realizar a declaração “acreditem em mim, temos meios suficientes para isso”, o presidente do BCE também advertiu que era “inútil especular contra o euro”, porque era uma moeda “irreversível”.

As reações dos mercados financeiros às medidas do BCE foram de extremo alívio, desencadeando forte alta nas bolsas de valores e, mais importante, queda nas taxas de juros dos títulos públicos espanhóis e italianos, que vinham perdurando até o primeiro trimestre de 2013. A duração relativamente prolongada de tais reações reforça a interpretação de que a emissão monetária para financiar as dívidas públicas e/ou assegurar o reembolso dos títulos emitidos pelos devedores soberanos está na base da confiança dos investidores.

A principal oposição a esse movimento do BCE veio do Banco Central Alemão (Deutsche Bundesbank), cujo presidente, Jens Weidmann, apontou o perigo de o “financiamento do BCE transformar-se em um vício, comparável às drogas” (Reiermann, Sauga e Seith, 2012). O ministro das finanças alemão, Wolfgang Schäuble, também

atacou o banco, afirmando que a “política monetária não pode resolver os problemas fiscais” e “falsos incentivos” devem ser evitados na crise do euro. Ademais, Schaeuble sugeriu que a União Europeia poderia se tornar “irrelevante” se não conseguisse se unir (Koukoulas, 2012).

Em setembro de 2012, o Fed lançou, nos Estados Unidos, um novo programa de *afrouxamento quantitativo* ou QE3, que consistia na aquisição de US\$ 40 bilhões mensais em títulos vinculados a créditos hipotecários e de US\$ 45 bilhões em títulos públicos. Em nome do mandato dual da autoridade monetária americana de perseguir o crescimento econômico e a estabilidade de preços, essas compras se estenderiam pelo tempo necessário para que “o nível de desemprego cedesse significativamente”. Ademais, o presidente do Fed comprometeu-se a manter os juros baixos por um “período prolongado”.

A mudança na política econômica no Japão constituiu outro fator que marcou o final da terceira fase da crise. Em dezembro de 2012, eleições gerais nesse país deram esmagadora vitória ao Partido Liberal Democrático, de oposição, cuja campanha foi centrada na necessidade de acentuar fortemente o caráter anticíclico das políticas monetária e fiscal. Shinzo Abe, novo primeiro-ministro, declarou que o país adotaria meta de inflação de 2%, em acentuado contraste com a deflação que vem se arrastando por vários anos, por conta de despesas fiscais e emissão monetária muito mais intensas agora do que anteriormente. Somente após duas décadas de deflação, a combinação anticíclica das políticas monetária e fiscal foi adotada. Essa combinação foi apelidada de “*abonomics*” (contração de Abe, sobrenome no novo primeiro-ministro, e *economics*) e suscitou expectativas positivas tanto no próprio Japão como entre os investidores internacionais. A primeira reunião do Banco do Japão sob nova presidência, em abril de 2013, definiu compras de ativos no valor de US\$ 75 bilhões por mês, com meta total de US\$ 1,4 trilhão. Esse era montante expressivo, considerando-se que a economia japonesa representava cerca de um terço do PIB norte-americano. A vitória da oposição levou, em poucos meses, a uma desvalorização de 12% da taxa de câmbio do iene/dólar e à alta nos preços das ações, em particular das empresas exportadoras. A nova postura do BCE, o QE3 e o “*abonomics*” marcaram o final da fase 3 da evolução da crise.



## 2.4 Recuperação econômica ou estagnação secular

As três primeiras fases da crise estão claramente delineadas. Contudo, é sempre mais difícil periodizar, com precisão, eventos mais recentes. As trajetórias das principais economias avançadas até dezembro de 2014 mostraram que eram exageradamente otimistas as expectativas de nova configuração da economia internacional, na qual as economias avançadas passariam a constituir o elemento dinâmico da economia internacional.

Tais expectativas de recuperação econômica dos países avançados em seu conjunto afirmaram-se no final de 2013. Pela primeira vez desde a crise, essas economias tinham voltado a crescer concomitantemente, embora em ritmos desiguais, levando a previsões de que os impactos da crise financeira iniciada no segmento de crédito imobiliário nos Estados Unidos em 2007, finalmente, começariam a ser superados. Organismos multilaterais como o FMI e o Banco Mundial compartilharam tais projeções otimistas baseadas no desempenho do conjunto dos países/regiões avançados, no segundo semestre de 2013.

O FMI e o Banco Mundial previam, em seus relatórios de janeiro de 2014, aceleração do crescimento da economia mundial para 3,7% em 2014, frente ao patamar de 3% em 2013. A hipótese subjacente era que a trajetória de recuperação nas economias avançadas então em curso ganharia impulso adicional no corrente ano. Para justificá-la, essa coincidência temporal dos ciclos de negócios deveria persistir em 2014.

No relatório seguinte, de abril de 2014, a projeção do FMI para o produto global tornou-se ligeiramente menos otimista, exclusivamente devido à revisão da expansão prevista para as economias emergentes e em desenvolvimento (de 5,1% para 4,9%); já a projeção para as economias avançadas não sofreu alteração. Na atualização do seu cenário, em julho de 2014, o fundo reduziu ainda mais seu otimismo, ao cortar mais uma vez as projeções para as economias emergentes e em desenvolvimento e reduzir também o crescimento estimado para as economias avançadas, de 2,2% para 1,8%. O principal determinante dessa revisão foi o resultado do PIB dos Estados Unidos do primeiro trimestre de 2014, que recuou 0,5% frente ao trimestre anterior com ajuste sazonal. O relatório de outubro de 2014 do FMI manteve a previsão de crescimento de 1,8% para as economias avançadas. Entretanto, a previsão decorria de melhora na projeção do PIB norte-americano de 1,7% para 2,2%, que compensaria redução da projeção do PIB da Área do Euro, de 1,1% para 0,8%, e do Japão, de 1,6% para 0,9% (tabela 1).

TABELA 1  
**Projeções para a economia global (2013-2014)**  
(Em % frente ao ano anterior)

Regiões e países	FMI			
	Jan. 2014	Abr. 2014	Jun. 2014	Out. 2014
Mundo	3,7	3,6	3,4	3,3
Economias avançadas	2,2	2,2	1,8	1,8
Estados Unidos	2,8	2,8	1,7	2,2
Japão	1,7	1,4	1,6	0,9
Reino Unido	2,4	2,9	3,2	3,2
Área do Euro	1,0	1,2	1,1	0,8
Alemanha	1,6	1,7	1,9	1,4
França	0,9	1,0	0,7	0,4
Itália	0,6	0,6	0,3	-0,2
Espanha	0,6	0,6	1,2	1,3

Fonte: FMI (2014b).  
Elaboração da autora.

Embora mais fracas que as anteriores, essas mais recentes projeções do FMI se limitaram a apontar perspectivas ainda mais reduzidas de crescimento de algumas economias avançadas. Mas é notável a mudança de tom do organismo internacional em sua análise da economia internacional. Inicialmente, constata que:

com um crescimento global mais fraco do que esperado na primeira metade de 2014 e o aumento dos riscos de deterioração suplementar, a esperada retomada do crescimento pode novamente deixar de se materializar ou situar-se muito abaixo das expectativas. (IMF, 2014b).

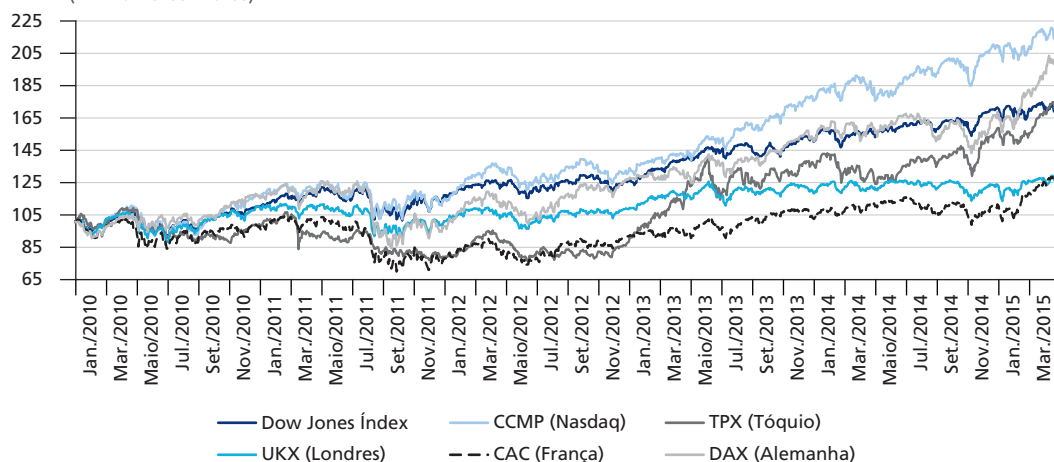
Mais especificamente, o FMI sublinha as incertezas que pesavam no fim do terceiro trimestre de 2014 sobre a Área do Euro. De um lado, estima em perto de 40% os riscos de nova recessão – ou seja, a terceira desde a crise; de outro lado, aponta uma possibilidade de 20% de deflação, definida como queda absoluta dos preços aos consumidores.

Apesar das sucessivas reduções das previsões e da divulgação de dados parciais sobre o comportamento das economias avançadas inferiores aos esperados, tinha prevalecido o otimismo nos mercados financeiros, refletindo-se em novas elevações dos preços dos ativos e estabelecendo, em diversos casos, novos níveis recordes. Em movimentos característicos desses mercados, o otimismo permaneceu incólume até outubro, mesmo que a evolução das variáveis macroeconômicas estivesse longe de justificá-lo. O gráfico 2 apresenta a evolução dos índices das bolsas de valores das economias avançadas até 4 de março de 2015.

GRÁFICO 2

Índices da bolsa de valores dos países avançados: jan./2010 = 100 (2010-2015)

(Em números-índice)



No final de 2014, o otimismo nos mercados financeiros tem sido acompanhado de sinais de melhoria econômica nos Estados Unidos e no Reino Unido. Entretanto, até mesmo sem ataques especulativos, a situação econômica na Europa continua extremamente frágil, fruto da política macroeconômica contracionista. Essa fase pode ser a de uma recuperação econômica mais consistente das economias avançadas. Entretanto, persistem dúvidas e incertezas que poderão abruptamente desencadear sua interrupção. Tal interrupção pode vir a levar à convivência, por longo período, com baixa taxa de crescimento, bem inferior à do período anterior à crise. Essa possibilidade está sendo denominada de “estagnação secular” por Lawrence Summers (2013) e retoma um termo aplicado à Grande Depressão da década de 1930. Ainda há a hipótese que essa não seja uma nova fase da crise, mas apenas um intervalo na terceira fase de agravamento das condições macroeconômicas que poderiam levar a uma nova depressão.

Tal intervalo foi então sucedido por uma súbita e acentuada deterioração na percepção dos agentes dos mercados financeiros em relação às perspectivas econômicas mundiais. À divulgação de projeções e indicadores econômicos mais fracos que o previsto, somaram-se os temores dos impactos de alastramento da epidemia do vírus Ebola e das tensões geopolíticas no Oriente Médio e no Leste Europeu. A conjunção desses fatores exprimiu-se em fortes quedas nas bolsas de valores e nos preços das *commodities*.

Posteriormente, esses preços continuaram em queda – o que elevou em muito as pressões deflacionárias, já bastante acentuadas, em algumas economias avançadas, como a Área do Euro e o Japão –, mas as bolsas de valores recuperaram-se.

Dada a assimetria existente entre essas economias, é necessário traçar suas trajetórias específicas, em grandes linhas. Os Estados Unidos encontram-se em situação bem mais favorável que a das demais economias avançadas. O país tem liderado a recuperação no âmbito dos países avançados, registrando crescimento econômico desde o terceiro trimestre de 2009. Mas, de forma geral, esse crescimento tem sido muito mais tímido que nos períodos que sucederam as recessões ocorridas após a Segunda Guerra Mundial.

Apesar disso, a melhor posição relativa da economia americana tem levado a uma valorização do dólar. Essa é uma boa notícia para o Japão e a Área do Euro porque melhora seu nível de competitividade internacional. Não é tão boa assim para os Estados Unidos, visto que a apreciação de sua moeda pode intensificar as pressões deflacionistas, além de impactar a competitividade de suas exportações.

No primeiro trimestre de 2014, o PIB anualizado dos Estados Unidos sofreu queda de 2,1%, diante de expectativas dos analistas e do mercado financeiro de crescimento de 1,1%. Esse foi o primeiro semestre de contração desse indicador desde o terceiro trimestre de 2009. Os pontos negativos vieram do comércio e dos estoques, que subtraíram 0,80% e 0,60% do PIB, respectivamente. De acordo com o Setor de Análise Econômica (Bureau of Economic Analysis) do Departamento do Comércio norte-americano, a desaceleração do crescimento também refletiu redução do investimento fixo não residencial, bem como menores gastos públicos estaduais e municipais.

Esse desempenho foi atribuído ao frio inabitual nos Estados Unidos. De fato, os dados revisados relativos ao segundo trimestre de 2014 apontaram para resultado melhor no restante do ano. Estes superaram as expectativas, na medida em que registraram o PIB norte-americano crescendo 4,6% em valores anualizados, graças aos fortes aumentos nos investimentos fixos não residenciais, nas exportações e nos estoques. Divulgados em fim de outubro, os dados preliminares do terceiro trimestre indicam crescimento anualizado do PIB de 3,5%, com elevação dos gastos militares e queda das importações.

Nesse período, a taxa de desemprego, que havia atingido 6,7% no final do primeiro trimestre, caiu para 6,2%, ao final do segundo trimestre, e para 5,8%, no terceiro. Pela primeira vez, em outubro de 2014, a redução do nível de desemprego foi acompanhada de pequena elevação nos níveis de salários. Apesar da recuperação, registraram-se poucas pressões sobre os preços. O Fed projetou que o índice de preços ao consumidor alcançaria em outubro taxa de 1,64%, em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto o núcleo das despesas de consumo pessoal – medida preferida da inflação pelo Fed – atingiria 1,7%. Esses dois índices permaneceram abaixo da meta de 2% ao ano (a.a.), adotada pela autoridade monetária americana.

O relatório de outubro do FMI afirma que, no curto prazo, subsistem riscos relevantes oriundos de causas domésticas e externas. No que diz respeito às perspectivas de médio prazo da economia americana, esse relatório considera que estas “são, em geral, fracas. A serem mantidas as atuais políticas, o crescimento potencial é estimado a somente 2%, prejudicado pelo envelhecimento da população e por ganhos de produtividade inferiores aos registrados em décadas passadas” (IMFb, p. 47).

Em maio de 2013, o continuado crescimento econômico tinha levado o então presidente do Fed, Ben Bernanke, a anunciar a possibilidade de iniciar a redução gradual (o chamado *tapering*) do terceiro programa de afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*) (QE3), que consistiu na compra de ativos no valor de US\$ 85 bilhões ao mês. Apesar de seu compromisso de manter os juros baixos por “período prolongado”, esse anúncio foi suficiente para provocar o aumento da taxa de juros de longo prazo dos títulos públicos norte-americanos, com forte, porém efêmero, impacto nas economias emergentes. A redução das compras de ativos iniciou-se em janeiro de 2014. O QE3 foi encerrado no final de outubro.

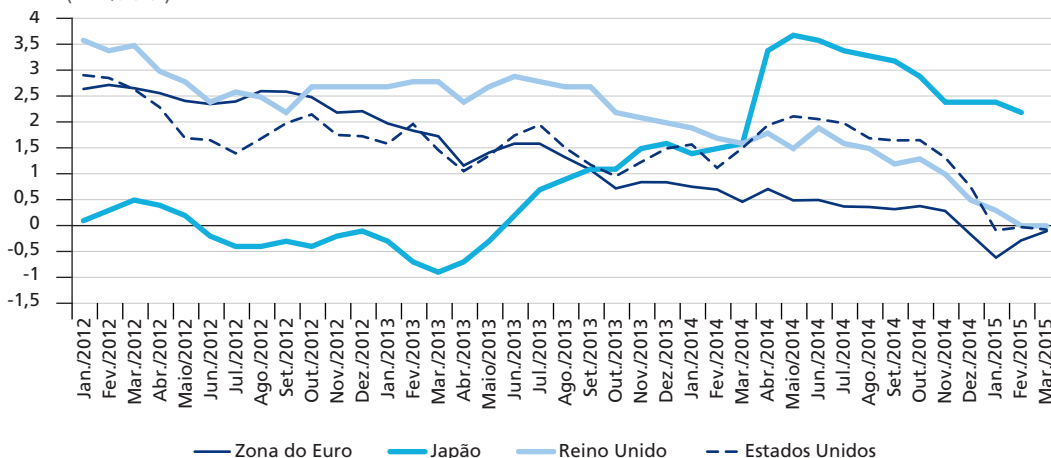
Existe literatura acadêmica sobre a política monetária inédita e não convencional de QE. Milton Friedman – autor cuja teoria se alicerça na visão quantitativista da moeda – argumentava que a Grande Depressão tinha sido, principalmente, causada pela contração monetária, consequência de políticas errôneas do Fed e de prolongada crise do sistema bancário. Friedman e Schwartz (1971) afirmavam que se o Fed tivesse concedido empréstimos de emergência aos grandes bancos ou, simplesmente, comprado títulos públicos no mercado aberto para prover liquidez e aumentar a quantidade de dinheiro, impedir-se-ia um efeito dominó no sistema bancário, a oferta de moeda não cairia tanto e a evitar-se-ia a depressão. A análise de Friedman teve forte influência nas decisões do Fed na recente crise.

Inexistem, entretanto, indicações analíticas sobre como efetuar a transição de volta a uma política monetária “normal”. O próximo passo do Fed será a elevação da taxa básica de juros. O impacto dessa medida ainda é pouco claro, mormente porque deverá ser adotada na contramão da política monetária de outros países avançados, que devem prosseguir – ou acentuar – seus programas de QE. Essa medida deverá certamente reforçar a valorização da taxa de câmbio do dólar, além de provocar depreciação do estoque de títulos públicos e privados adquiridos pela autoridade monetária desde o início da crise.

Nas fases de otimismo, os agentes dos mercados financeiros passaram a acreditar que a taxa básica de juros da economia americana seria elevada em meados de 2015, em função do crescimento econômico e a despeito da inflação inferior à meta de 2%. Nas fases de pessimismo, essas expectativas passaram a privilegiar a manutenção da taxa básica de juros no extremamente baixo patamar atual, até o final do terceiro trimestre ou o início de 2016, em função da ameaça de deflação, presente tanto nos Estados Unidos como nas demais economias avançadas (gráfico 3).

Outro país avançado que tem apresentado crescimento econômico consistente é a Inglaterra. No dia 24 de outubro de 2014, foi divulgado o resultado – ainda sujeito a revisões – do terceiro trimestre, o que indica ligeira desaceleração em relação ao trimestre anterior, com crescimento de 3%. Essa foi a sétima alta consecutiva do PIB, levando-o a ultrapassar o nível nominal registrado antes da crise. A taxa de desemprego reduziu-se para 6,5%.

GRÁFICO 3  
Inflação países avançados: variação em doze meses (2012-2015)  
(Em % a.a.)



Fonte: OCDE.

Obs.: Agradece-se ao apoio de Giovanni Roriz Lyra Hillebrand na captura dos dados.

Segundo o relatório quadrimestral sobre inflação de agosto de 2014, do Banco da Inglaterra (Bank of England, BOE), os pontos negativos da economia doméstica eram: *i*) a queda do desemprego não implicou aumento dos salários; e *ii*) a queda da inflação para níveis inferiores à meta fixada em 2%. Ademais, o relatório retomou as afirmações anteriores que indicavam a necessidade de fortalecimento tanto da produtividade como dos salários, para que o desempenho da economia seja duradouro. Um relatório intermediário, publicado em novembro (BOE, 2014), registrou que a inflação continuou abaixo da meta de 2%, o que refletia o impacto da queda dos alimentos, da energia e dos preços de importação. “Espera-se que, no curto prazo, a inflação permaneça abaixo da meta. O mais provável é que caia temporariamente abaixo de 1% em algum momento dos próximos seis meses”. Em razão de a inflação permanecer abaixo da meta, o banco mostrou-se disposto a prosseguir com o afrouxamento monetário e a manter a taxa básica de juros baixa. Os analistas dos mercados financeiros passaram a estimar que a taxa básica de juros inglesa poderia ter sua primeira elevação no segundo semestre de 2015.

No segundo trimestre de 2014, o Japão sofreu o contragolpe do aumento do Imposto sobre o Valor Agregado (IVA) de 5% para 8%, a partir de 1º de abril, o que levou a uma acentuada contração do PIB, que registrou queda de 1,7% no segundo trimestre de 2014, em relação ao anterior. Em ritmo anualizado, a queda foi de 7,1%. Esse foi o primeiro trimestre de queda significativa do PIB desde que o país saiu da recessão, no fim de 2012. Até então, a atividade econômica tinha registrado expansão, com exceção do quarto trimestre de 2013, quando permaneceu estagnada. Embora uma contração fosse prevista pelos analistas – após forte crescimento entre janeiro e março, com antecipação das compras antes do aumento do IVA –, sua intensidade surpreendeu e abriu uma fase de incertezas envolvendo a terceira economia mundial. A redução da demanda dos consumidores e das empresas e a queda dos preços do petróleo estão conduzindo a inflação para a direção errada, podendo mergulhar abaixo de 1%.

Completamente inesperada foi a contração de 1,6% do PIB verificada no terceiro trimestre, que coloca a economia japonesa em nova recessão (definida como dois trimestres consecutivos de contração), quando as expectativas eram de crescimento de 2%. No final desse ano, o governo do primeiro-ministro Shinzo Abe deveria decidir se manteria um novo aumento para 10% do IVA – previsto para o segundo semestre de 2015 –, ou se o adiaria em função da fraqueza da economia. A situação econômica elevou em muito o número de vozes pedindo que esse novo aumento fosse cancelado (Takemoto, 2014). Após a divulgação da nova recessão, Shinzo Abe realizou eleições

antecipadas, em meados de dezembro de 2014, que confirmaram a continuidade de sua política econômica e o adiamento da elevação da taxa do IVA.

A UEME constitui o elo mais frágil das economias avançadas, tendo registrado crescimento quase nulo no segundo (0,1%) e no terceiro trimestre (0,2%) do ano. As projeções da Comissão Europeia, do FMI e da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) sobre seu desempenho têm sido sistematicamente reduzidas para 2014 (0,8%) e 2015 (1,1%). Em decorrência, no terceiro trimestre de 2014, o PIB da região continuou 2% inferior ao do início de 2008. A demanda real da Zona do Euro estava 5% abaixo do que foi no primeiro trimestre de 2008; isso também se passava com os investimentos.

Em 2014, a região vem sendo considerada como estando próxima à nova recessão – a terceira desde a crise –, em função da conjunção entre os defeitos de concepção da moeda única e da adoção de forte contração fiscal, que se estendeu a todos os países-membros. O mau desempenho da Área do Euro como um todo, no primeiro semestre de 2014, foi resultante de acentuada retração nos investimentos. O relatório de outubro do FMI assinalou que

a economia da região corre um risco elevado de sofrer um longo período de baixo crescimento e de uma taxa de inflação persistentemente muito reduzida. Se esses riscos se materializarem, seus efeitos reverberarão por toda a Europa. Ademais, há também riscos ligados à fadiga de reformas e a necessidades maiores do que previstas de recapitalização dos bancos (IMF, 2014b, p. 51, tradução nossa).

No segundo trimestre de 2014, além da estagnação na França e da confirmação da recessão na Itália (dois trimestres consecutivos de variação negativa do PIB com ajuste sazonal), para surpresa de vários analistas, a economia alemã retraiu-se em 0,2%. Em fim de outubro, o governo alemão reduziu suas previsões oficiais de crescimento em 2014 para 1,2% – ou seja, número inferior ao indicado pelo relatório do início de outubro do FMI –, contra 1,8% e 1,3%, em 2015, contra 2,0%, previstos em abril. As causas apontadas foram os conflitos geopolíticos entre Rússia e Ucrânia, importantes destinos das exportações germânicas, bem como o crescimento global moderado. Ademais, anunciou queda de 4% da produção industrial e redução de 5,6% das exportações do país. Essas informações explicitaram o impacto das dificuldades dos parceiros comerciais da economia alemã, que exporta metade de sua produção; em particular, as de seus vizinhos da Área do Euro.

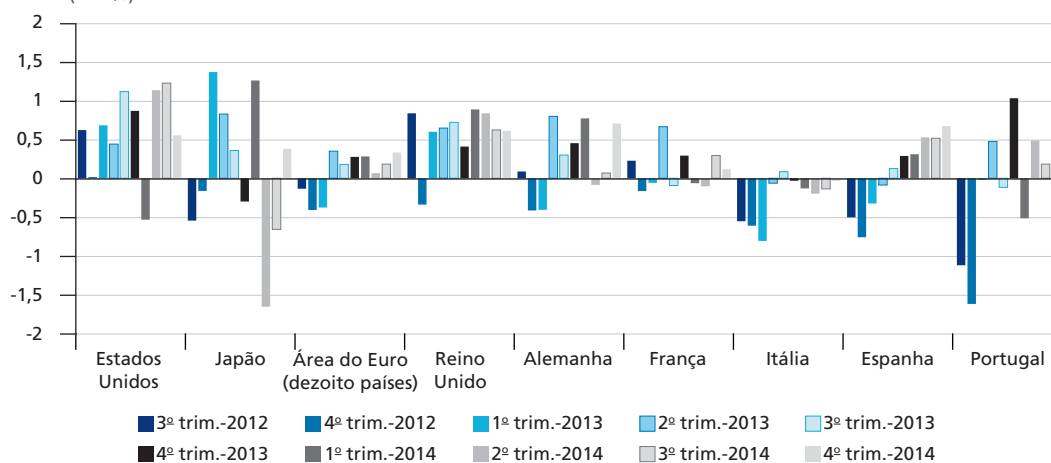


Os dados divulgados pelo Gabinete de Estatísticas da União Europeia (Eurostat), agência de estatísticas da União Europeia, relativos ao terceiro trimestre apontavam ligeira melhora em relação aos do trimestre anterior. Os países da Área do Euro tiveram crescimento de 0,2%, enquanto nos da União Europeia, como um todo, o PIB teve alta de 0,3%. A Alemanha escapou por pouco da recessão, ao registrar crescimento de 0,1% no terceiro trimestre. A França cresceu pela primeira vez este ano, 0,2%. Já a Itália, que seguiu em recessão, registrou 0,1%, o décimo terceiro trimestre sem nenhum crescimento. Um dos países mais afetados pela crise econômica de 2008, a Grécia, manteve tendência de recuperação apresentada já nos dois primeiros trimestres de 2014. Cresceu 0,7% de julho a setembro, em comparação ao trimestre anterior, que já tinha sido positivo (0,3%). Mas a crise e, sobretudo, as condicionalidades do plano de resgate da Troika – formada pelo FMI, pelo BCE e pela Comissão Europeia – levaram seu PIB a cair de € 341 bilhões, em 2009, para € 241 bilhões, em 2014. Os dados dessa agência mostraram que, em setembro, a taxa de desemprego na Área do Euro estava em 11,5%. Entre os Estados-membros, as mais baixas taxas de desemprego eram registradas na Alemanha (5,0%) e na Áustria (5,1%), e as mais elevadas, na Grécia (26,4 %) e na Espanha (24,0%). O gráfico 4 apresenta a evolução do PIB das principais economias avançadas.

GRÁFICO 4

**PIB: países avançados – Variação trimestral, frente ao trimestre anterior com ajuste sazonal (2012-2014)**

(Em %)



Fonte: OCDE.

Obs.: Agradece-se ao apoio de Giovanni Roriz Lyra Hillebrand na captura dos dados.

O ano de 2014 foi marcado por acentuadas discordâncias na União Europeia, no que diz respeito às políticas necessárias para retomar o crescimento. No auge da crise do euro, em 2012, os países-membros assinaram o Tratado de Estabilidade, Coordenação e Governança (Treaty on Stability, Coordination and Governance) – conhecido como pacto fiscal ou *fiscal compact* –, que torna muito mais rígidas as normas relativas aos orçamentos dos Estados-membros, que devem ser aprovados por Bruxelas. Esses orçamentos devem ser “equilibrados” (*deficit* inferior a 3% do PIB) e medidas suplementares devem ser adotadas, caso a relação dívida pública-PIB seja superior a 60%. O país que não cumprir essas normas pode ser julgado pelo Tribunal Europeu de Justiça e receber multa de até 0,1% do PIB (Dullien e Guerót, 2012).

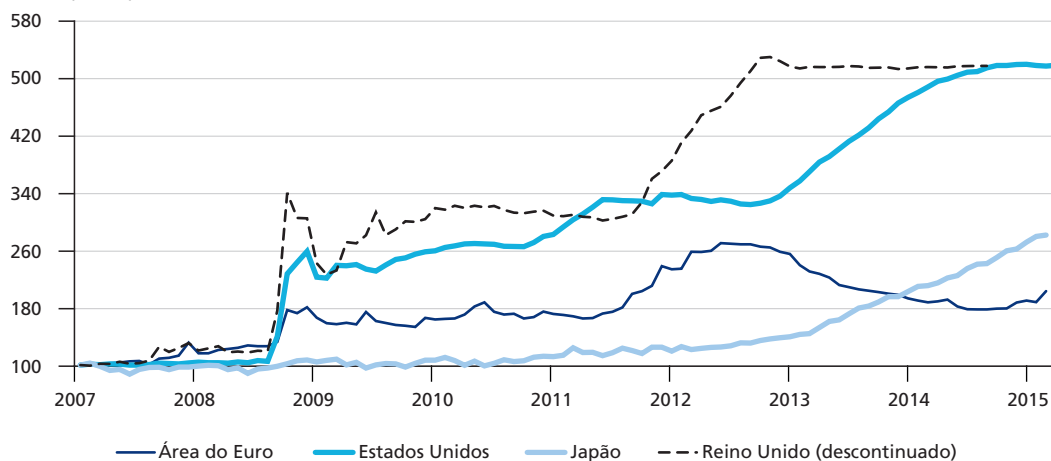
No auge da crise, o pacto orçamentário foi apresentado como solução para os problemas da região, considerados de origens fiscais. Quando se aproxima sua aplicação, prevista para 2016, críticas o apontam como sendo a personificação da austeridade permanente e o principal obstáculo ao crescimento. Países como a Espanha aprovaram orçamentos austeros em um momento em que a Zona do Euro corria o risco de escorregar novamente para a recessão. Os atuais orçamentos da França e da Itália não cumprem as exigências do pacto. Os dois países solicitam renegociação do Tratado e a inclusão de elementos para estimular o crescimento econômico. Estes enfrentam, entretanto, forte oposição da Alemanha, da Holanda e de alguns outros países do norte da Europa, que ameaçam votar pela rejeição de seus orçamentos na Comissão Europeia e levá-los ao Tribunal Europeu de Justiça.

Diante das imensas dificuldades de ultrapassar as restrições a uma política fiscal expansionista, restaria à política monetária tentar estimular o dinamismo econômico. Entretanto, a possibilidade de a UEME recorrer a essa política para esse fim é muito restrita pelas normas do Tratado de Maastricht, que criou a moeda única. Nessas condições, a condução da política monetária foi mais conservadora que nos demais países. O BCE absteve-se de adotar uma política monetária de expansão quantitativa, destinada a irrigar a economia com liquidez. Quando a crise da Área do Euro atingiu seu ápice, em vez de adquirir títulos como o Fed e o Bank da Inglaterra, o BCE concedeu empréstimos de até três anos aos bancos, com juros de 1% a.a., por meio das *operações de refinanciamento de longo prazo* (*long-term refinancing operations* – LTROs). A primeira rodada foi realizada em 21 de dezembro de 2011, quando 523 bancos tomaram € 489 bilhões; a segunda, em 28 de fevereiro de 2012, com empréstimos de € 529 bilhões para oitocentos bancos.

Com essas operações, os ativos no balanço do BCE registraram significativo aumento. Dado o fato de que esses ativos eram constituídos de empréstimos, continuando na contramão dos seus congêneres, o balanço desse banco encolheu entre 2013 e o primeiro semestre de 2014, quando os bancos passaram a quitar esses empréstimos, porque estes venciam ou por escolha própria (gráfico 5). Em outras palavras, a política monetária na Área do Euro tornou-se contracionista.

Em junho de 2012, as percepções sobre as perspectivas da Zona do Euro e a moeda única em si tornaram-se cada vez mais pessimistas, o que levou o BCE a decidir implementar novas medidas para combater a crise. Um relatório dessa autoridade monetária, com vista a uma maior integração na Zona do Euro, foi aprovado pelo Conselho Europeu. A medida mais significativa contempla a criação da União Bancária entre os países-membros, incluindo-se a recapitalização direta dos bancos a partir do ESM, um supervisor financeiro comum, um mesmo regime de resolução de crises e um fundo de garantia de depósitos. Assim que a recapitalização direta dos bancos a partir do ESM estiver operante – isto é, de forma progressiva a partir de 2016 –, a União Monetária passará a contar com emprestador de última instância.

GRÁFICO 5  
Ativos dos bancos centrais – Índice: 2007=100 (2007-2015)  
(Em %)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, a partir dos bancos centrais nacionais.  
Obs.: 1. Agradece-se ao apoio de Giovanni Roriz Lyra Hillebrand na captura dos dados.  
2. Dados do Reino Unido disponíveis somente até setembro de 2014.  
3. A partir do dia 1º de janeiro.

A União Bancária da UEME foi apresentada como sendo mais uma possível tábua de salvação do euro, já que – no formato anterior – cada país-membro tinha de

supervisionar e, eventualmente, atuar como prestador de última instância de seus bancos nacionais. Os parâmetros dessa união são baseados em dois pilares: *i*) supervisão unificada pelo BCE, que obedecerá a um conjunto de regras, com o objetivo de garantir práticas e normas de supervisão harmonizadas e evitar um viés “nacionalista” dos supervisores nacionais; e *ii*) um mecanismo, já aprovado, de resolução bancária, ou *single resolution mechanism* (SRM), destinado a organizar as falências bancárias.

Esse mecanismo levanta inúmeras preocupações, já que está baseado no que passou a ser apelidado de *bail-in*, em oposição ao *bail-out*, por meio do qual recursos públicos ou emissão de moeda eram empregados para socorrer bancos ameaçados de falência. Tal mecanismo, já aprovado, tem muitos pontos semelhantes aos aplicados à economia cipriota: os investidores em ações e títulos portadores de juros seriam os primeiros a enfrentar perdas, enquanto os depositantes com recursos de até € 100 mil seriam preservados, “se possível”.

BOX 1

A crise de Chipre

Chipre aderiu à União Europeia, em 2004, e à Zona do Euro, em janeiro de 2008. A economia cipriota é classificada pelo Banco Mundial como de alta renda, mas o país representa apenas 0,2% do PIB dos países que aderiram ao euro. Seu tamanho diminuto não explicaria o impacto que teve na crise, se não fosse o fato de que seu resgate assumiu traços peculiares, que serviram de base para a aprovação de novos mecanismos de resolução de crises bancárias válidas para toda a União Europeia.

O aprofundamento da crise da Grécia e, em outubro de 2011, a reestruturação de sua dívida desferiram um profundo golpe nos balanços dos bancos cipriotas. Após obter empréstimo de € 2,5 bilhões da Rússia, a extensão do impacto do contágio da crise grega levou Chipre a solicitar resgate à UEME, em junho de 2012. As negociações sobre o pedido de resgate foram muito prolongadas. O acordo só foi concluído em março de 2013, oito meses após a solicitação inicial. Nenhum resgate anterior tinha envolvido diretamente os depositantes do sistema bancário. No resgate cipriota, para receber ajuda financeira de € 10 bilhões, a condição básica imposta foi o recolhimento pelo Estado de “contribuições” dos depositantes em bancos cipriotas, em valor total de € 6,8 bilhões (mais de um terço do PIB).

O plano, cuja aplicação foi exigida pela Troika, somente isentou de contribuição os depósitos inferiores a € 100 mil. Em contrapartida, incluiu a liquidação do segundo banco cipriota e um confisco em todos os depósitos bancários acima desse montante no volume necessário para cobrir os € 6,8 bilhões de “contribuição nacional”. Os primeiros cálculos indicavam que o confisco poderia chegar a 60% do montante depositado. Mesmo após o plano de resgate ser aprovado pelo Congresso cipriota, os bancos ainda permaneceram fechados por mais uma semana. Durante esse período, essa Casa aprovou medidas de controle dos movimentos de capitais que ainda perduraram no final de 2014. Essas medidas – inéditas na União Europeia – visam impedir que os haveres bancários sejam sacados em massa e/ou transferidos para outras jurisdições. Graças a estas, não ocorreu uma fuga em massa dos bancos cipriotas.

Elaboração da autora.

Os analistas consideram que Chipre serviu de “laboratório”, porque apresentou, em miniatura, um dos mais relevantes problemas do sistema bancário da região. Os ativos do setor bancário de Chipre eram, em 2009, equivalentes a 869% do PIB. Por imensa que fosse essa cifra, esta não era a mais elevada da Zona do Euro. Os ativos do setor bancário de Luxemburgo equivaliam a mais de vinte vezes seu PIB; os da Irlanda, a 913%; enquanto os da ilha de Malta eram bastante próximos aos de Chipre.

Esses quatro países tinham um significativo traço em comum: optaram por tributação muito baixa para ativos financeiros, que incluía até, em alguns casos, isenção total para não residentes. A Inglaterra – quinta colocada no *ranking*, com os ativos do setor bancário representando pouco mais de 650% de seu PIB – teve sua situação como uma das mais importantes praças financeiras do mundo reforçada, a partir de 1986, pelo *big bang*, caracterizado por desregulamentação bem mais acentuada que a aplicada em Nova York, por exemplo. Na média, os ativos do sistema bancário da União Europeia eram equivalentes a 350% de seu PIB.

Antes da crise, a hipertrofia do sistema financeiro europeu era aceita e encorajada pelos governos, em prol de maior crescimento econômico. Os riscos decorrentes de sua magnitude, aparentemente, só se tornaram claros no momento em que tiveram de ser realizadas importantes operações de resgate. Basta lembrar o caso da crise na Irlanda, para se ter ideia desses riscos. Em seguida à falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008, o governo irlandês foi o primeiro a decidir dar garantias públicas a seus bancos. Mas houve diferença fundamental entre a ajuda irlandesa e os posteriores resgates bancários nos Estados Unidos e em outros países. A Irlanda garantiu não apenas as contas de poupança e as contas-correntes, mas também o conjunto das dívidas bancárias, incluindo os títulos vendidos pelos bancos aos investidores. Essa decisão levou o governo irlandês a nacionalizar quatro dos seis maiores bancos do país. Não podendo emitir moeda – prerrogativa absoluta do BCE –, o socorro aos bancos irlandeses teve impacto direto nas finanças públicas, com um custo estimado em 30% do PIB em 2010.

Tornou-se corrente, entre analistas e *policy makers* europeus – em particular, os da Área do Euro –, a afirmação de que os bancos da região tinham se tornado *too big to save* (grandes demais para salvar), em oposição a *too big to fail* (grandes demais para falir), que prevalecia no ápice da crise. Note-se que, em que pese essa reviravolta europeia, o princípio do *too big to fail* foi reforçado pelo desastroso episódio da falência do Lehman Brothers e continua em voga nas demais economias avançadas, em particular nos Estados Unidos. Os bancos europeus, sobre os quais já pesava forte desconfiança, podem encontrar-se em situação ainda mais difícil caso ocorra novo caso de *bail-in*.

Para que a supervisão unificada pelo BCE possa ser implementada, a autoridade monetária realizou ampla avaliação do sistema bancário da região, ou “teste de estresse” (*stress test*), com vista a aquilatar a solidez dos balanços bancários em casos de choque

econômico ou financeiro, mormente por meio da apuração do real valor de seus ativos. Essa avaliação cobriu os 130 bancos mais importantes da Área do Euro, compreendendo aqueles cujo balanço ultrapassava € 30 bilhões ou os três maiores de cada país. Seus objetivos eram restaurar a transparência, limpar os balanços bancários e, sobretudo, restaurar a confiança nos bancos da Área do Euro. Noonan e Taylor (2014a, tradução nossa) citaram um analista de banco que apontava que “finalmente, teremos um retrato verdadeiro sobre os ativos que estão nos balanços dos bancos”.

Os resultados do teste foram divulgados em 26 de outubro de 2014: 25 bancos, ou perto de um a cada cinco examinados, falharam no cumprimento dos critérios do BCE, em particular na Itália, em Chipre e na Grécia. Esses resultados pintaram uma imagem mais brilhante de que se esperava, com o banco concluindo que seriam necessários apenas € 10 bilhões para reforçar os balanços e resolver a questão (Noonan e Taylor, 2014b).

Confrontado por renovada ameaça de deflação, em junho de 2014, o BCE tornou negativa a taxa de depósitos dos bancos – fixada em -0,1% – e promoveu mais um corte na meta da taxa de juros básica, que recuou para 0,15%, abaixo da meta da taxa básica de juros (*federal funds rate*). Ademais, anunciou nova linha de crédito aos bancos, no valor de € 400 bilhões, condicionado a que expandissem os créditos às empresas. O primeiro leilão dessa linha foi realizado em setembro. Seus resultados foram bem inferiores aos esperados, o que indicava a falta de interesse dos bancos em ampliar suas linhas de crédito. Além disso, verificou-se grande concentração da demanda, com a participação dos bancos italianos e espanhóis representando 45,5% do total leiloado (Sirletti e Munoz, 2014).

Diante da persistência da queda da inflação, na reunião de 4 de setembro de 2014, o BCE reduziu para 0,05% sua taxa de juros e lançou um programa semelhante ao QE, com a particularidade de ser destinado exclusivamente à compra de títulos privados (*asset backed securities e collateral bonds*). Mario Draghi declarou estar pronto a aumentar os ativos do banco em € 1 trilhão. De imediato, esse anúncio provocou depreciação do euro, já que essa política estaria na contramão das praticadas pelos Estados Unidos e pela Inglaterra. Mas desencadeou um efeito positivo, com a melhoria na competitividade dos países da Área do Euro. As compras do BCE tiveram início em 19 de outubro de 2014.

A legislação da União Europeia proíbe o financiamento dos governos pelo banco central, embora não haja proibição explícita para a realização dessas compras no mercado secundário. O programa lançado por Draghi em 2012, que se baseava na compra desses títulos e ainda não foi aplicado, está sendo examinado pelo tribunal constitucional alemão. Também está sendo examinado pelo Tribunal de Justiça da União Europeia. Porém, até mesmo um plano que envolve exclusivamente a aquisição de títulos privados provoca extremo desconforto na Alemanha, que tem – repetida e publicamente – manifestado sua oposição, por meio de reiteradas declarações do presidente do banco central alemão, Jens Weidmann.

Outro ponto que suscita acentuadas incertezas está relacionado às políticas monetárias das economias avançadas e, mais particularmente, ao fato de que as da UEME e do Japão tendem a evoluir na direção oposta às do Fed e do Banco da Inglaterra. Em maio de 2013, o crescimento econômico dos Estados Unidos levou o então presidente do Fed, Ben Bernanke, a anunciar redução gradual (o chamado *tapering*) do programa de compra de ativos no valor de US\$ 85 bilhões ao mês (QE3). Apesar de seu compromisso de manter os juros baixos por “período prolongado”, esse anúncio foi suficiente para provocar o aumento da taxa de juros de longo prazo dos títulos públicos norte-americanos, com forte – mas pouco duradouro – impacto nas economias emergentes. Na contramão das perspectivas de políticas monetárias nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, espera-se que o BCE acompanhe o Japão e adote proximamente uma política monetária de afrouxamento quantitativo, em face do perigo de deflação na Área do Euro.

Em que pesem essas incertezas e a modesta recuperação econômica, os preços dos ativos financeiros continuaram a elevar-se de forma significativa, batendo, em vários casos, novos records. Diversos analistas têm apontado o risco de que essa alta fulgurante seja uma nova bolha de ativos, que, em algum momento, deverá estourar, levando a nova crise econômica. Essas questões serão aprofundadas na próxima seção deste trabalho.

### **3 EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA E POLÍTICA ANTICÍCLICA**

Crises da magnitude verificada a partir do período 2007-2008 têm o poder de trazer à tona disfunções econômicas que passam praticamente despercebidas nos períodos de bonança ou de jogar nova luz sobre questões que, anteriormente, não eram percebidas como sendo graves ou importantes. O estudo do desenrolar da crise permite, assim, discutir aspectos até então pouco abordados, quando não considerados irrelevantes.

O pano de fundo analítico dessas relações entre Estados e mercados situa-se no neoliberalismo. Esse termo é muito mais empregado na análise política, já que inexistente uma escola de pensamento econômico que se autointitule neoliberal. Mas sua utilização impõe-se na discussão da relação entre Estados e mercados, já que permeou o conjunto das decisões políticas que deram origem ao contexto da crise. O neoliberalismo diferencia-se do liberalismo clássico, ao considerar que a ordem de mercado competitivo não é uma ordem natural, mas uma construção em que o Estado adota um programa político para estabelecê-la e preservá-la contra as ameaças recorrentes. A partir dessa perspectiva, o Estado deve pautar sua atuação com o fim de criar e proteger a ordem competitiva. A competição é realmente o princípio central do neoliberalismo. Qualquer restrição sobre a concorrência, qualquer posição protegida, qualquer “privilegio” obtido, é – segundo a perspectiva neoliberal – economicamente ineficiente e deve ser combatida (Hayek, 1960; von Mises, 1987).

As origens do que hoje se chama neoliberalismo nos remetem à Escola Austríaca, nos finais do século XIX, com o Prêmio Nobel de Ciências Econômicas, Friedrich von Hayek, considerado o proponente da sua base filosófica e econômica, e Ludwig von Mises. Esse tipo de análise econômica ressurgiu, em 1947, do célebre encontro entre um grupo de intelectuais liberais e conservadores realizado em Mont Pèlerin, na Suíça, onde foi fundada uma sociedade de ativistas em oposição às políticas do Estado de bem-estar social, consideradas “coletivistas” e – em última análise – “cerceadoras das liberdades individuais”. A Mont Pèlerin Society dedica-se a difundir e a propagar as ideias liberais da Escola Austríaca e a combater ideologicamente todos os que destas divergem.<sup>14</sup>

Outra vertente do neoliberalismo surgiu nos Estados Unidos e se concentrou na chamada Escola de Chicago, defendida por outro laureado com o Prêmio Nobel de Ciências Econômicas, o professor Milton Friedman, que participou da fundação da Sociedade do Mont Pèlerin. Ele criticava as políticas econômicas inauguradas por Franklin D. Roosevelt com o New Deal, que respaldaram – na década de 1930 – o aumento da intervenção do Estado na economia, com o objetivo de tentar reverter uma depressão e uma crise social que ficou conhecida como a Crise de 1929.

---

14. Na página inicial de seu *site* – disponível em: <<https://goo.gl/gO28tL>> –, lê-se que seus membros “veem perigo na expansão do governo, sobretudo nas políticas sociais do Estado, no poder dos sindicatos e das empresas monopolistas, bem como na contínua ameaça e na realidade da inflação”.



Milton Friedman era contra as políticas discricionárias e defendia a não efetividade da política fiscal como instrumento de administração da demanda agregada, caso não viesse acompanhada de expansão da oferta de moeda. Ao longo das décadas de 1960 e 1970, Milton Friedman defendeu a disciplina monetária – e fiscal – como única saída para o surto de inflação que, segundo ele, os governos estavam provocando.

O primeiro governo a inspirar-se nos princípios neoliberais foi o de Margaret Thatcher, na Inglaterra, a partir de 1979. Persuadindo o Parlamento Britânico da eficácia dessas ideias, ela resistiu à pressão de duras e prolongadas greves e conseguiu aprovar leis que revogavam muitos “privilégios” até então concedidos aos sindicatos, privatizou empresas estatais, além de estabilizar a moeda. Pouco tempo depois, o governo de Ronald Reagan adotou redução de impostos relacionados à renda e aos ganhos de capital dos agentes – inspirando-se nos economistas novoclássicos – e reduziu a regulação da economia.

Mas, antes mesmo dos governos Thatcher e Reagan, o ideário neoliberal teve significativo impacto na configuração do sistema monetário e financeiro internacional que surgiu após o colapso do sistema de Bretton Woods. Essa configuração tem sido denominada de “supremacia dos mercados” ou *finance-led market*, descrita – em termos genéricos – como desregulamentação e internacionalização financeira (Helleiner, 1994; Aglietta e Orlean, 1982; 1995; Einchengreen, 1996; Chesnais, 1996; 2004). Esta resultou da interação entre as pressões dos agentes privados e as decisões tomadas pelos governos dos países centrais, sobretudo Estados Unidos e Inglaterra, e outorgou maior poder aos mercados para determinar os preços da totalidade dos ativos financeiros. As transformações subjacentes a essa configuração – como securitização das dívidas, institucionalização das poupanças e proliferação de inovações financeiras, como os derivativos – também tiveram origem nesses países e impuseram-se aos sistemas financeiros dos demais países centrais – e, no segundo momento, dos emergentes –, ao disseminarem a lógica financeira em escala mundial (Cintra, 1997; Farhi, 1998; Prates, 2002).

A convicção da maioria dos economistas e *policy makers* na eficiência dos mercados levou a normas extremamente frouxas de supervisão e regulação financeira, responsável pela imensa acumulação de riscos que se tornou manifesta na crise financeira sistêmica em âmbito internacional. Passados mais de sete anos de sua eclosão, em meados de 2007, continua impossível mensurar seu efetivo impacto nos balanços das instituições financeiras – bancárias e não bancárias –, com sucessivas revelações de prejuízos inesperados ou de situações de desequilíbrios nos balanços.

Mas esses fatos são conhecidos, de há muito, e têm sido amplamente discutidos. Entretanto, outros vinham sendo pouco analisados até a eclosão da crise. Após a ruptura dos acordos de Bretton Woods, as economias dos países capitalistas desenvolvidos atravessaram longo período de inflação elevada e baixo crescimento econômico, conhecido como “estagflação”. Aos poucos, as políticas monetárias começaram a seguir os preceitos de Milton Friedman e controlaram a oferta de moeda para combater a inflação. Uma das mais significativas e pouco discutidas das diretrizes da política monetária quantitativista diz respeito aos limites impostos à atuação dos bancos centrais no financiamento das dívidas públicas, devido ao impacto inflacionário da emissão de moeda para esse fim.

A política monetária quantitativista tinha se revelado pouco eficiente contra a inflação, em função da introdução de inovações financeiras que tornaram os agregados monetários instáveis. Diante desse insucesso, a matriz analítica neoliberal aderiu às diretrizes de políticas macroeconômicas recomendadas pela convergência entre as correntes novoclássica e novokeynesiana, em torno da crença de que, no longo prazo, as políticas macroeconômicas são ineficientes e a economia tende ao equilíbrio (Lucas e Sargent, 1978). No curto prazo, admitem que a política monetária – via fixação da taxa de juros – seria a responsável por levar o produto efetivo a convergir para o produto potencial, assegurando o equilíbrio da economia (Taylor, 1983; Clarida, Gertler e Galí, 1998; 2000). Tal convergência passou a ser conhecida pelo nome de *novo consenso macroeconômico*. As diretrizes de política monetária desse consenso mantiveram diversos preceitos quantitativistas, no sentido de limitar a emissão de moeda. Entre as condições especificadas para a prática de uma “correta” política monetária, encontra-se a inexistência de *dominância fiscal*, entendida como a proibição ou os estritos limites ao financiamento das dívidas públicas pelas autoridades monetárias.

Em virtude da proibição ou dos estritos limites à possibilidade de os bancos centrais financiarem as dívidas públicas, os Estados tiveram de dirigir-se, exclusivamente, aos mercados de capitais para obter os recursos monetários de que necessitavam.<sup>15</sup> Esse movimento fez parte da segunda etapa da mundialização financeira, descrita por Chesnais (1996, p. 24-25, tradução nossa) como a desregulamentação e a liberalização financeiras, em que “a formação dos mercados de debêntures liberalizados respondeu às necessidades ou satisfizes os interesses de dois importantes grupos de agentes:

15. A única exceção refere-se a alguns países pequenos, sem acesso aos mercados de capitais, que continuaram a buscar financiamentos dos bancos privados.

os governos e os grandes fundos de centralização da poupança”. Para o autor, que cita um relatório do FMI de 1994, “os mercados de títulos públicos tornaram-se a *espinha dorsal* dos mercados internacionalizados que negociam títulos portadores de juros” (grifo no original).

Nos mercados, os preços desses títulos – por conseguinte, o custo dos financiamentos públicos – estão estreitamente vinculados à percepção dos investidores sobre a qualidade da moeda em que são denominados, sua taxa de câmbio, bem como a solvência do país emitente. Esse vínculo assume a maior importância quando se trata, como no sistema monetário internacional contemporâneo, de moedas absolutamente fiduciárias. Esse caráter fiduciário repousa na confiança dos agentes na continuidade da utilização de moeda sem lastro. Dequech (2012) discute as duas abordagens da moeda: como convenção e como criatura do Estado. Em ambas, a moeda funciona enquanto tal quando os agentes a aceitam como pagamento, porque todos os demais também fazem isso. A diferença entre essas abordagens reside na fonte dessa aceitação: fenômeno social ou fruto da capacidade de o Estado impor sua moeda aos agentes privados. Mas, ainda segundo Dequech, mesmo para os que acreditam que o Estado é a fonte da convicção dos agentes na moeda, “não é suficiente que o Estado a estabeleça como meio de liquidação dos contratos e anuncie sua disposição de fazer legalmente cumprir os contratos: também é necessário que as pessoas tenham fé no Estado e em sua capacidade de cumprir os contratos” (Dequech, 2012, p. 15, tradução nossa).

A terceira fase da crise reafirmou que essa confiança tem – como um de seus mais importantes fundamentos – a certeza, mesmo difusa, de que, se necessário, a autoridade monetária atuará como prestador de última instância, ao emitir moeda para suprir as necessidades da economia e/ou para permitir ao Estado cumprir suas obrigações financeiras. As repercussões da relutância do BCE em financiar os países europeus com problemas tornaram-se manifestas na terceira fase da crise, quando os investidores passaram a rejeitar os títulos emitidos por estes, substituindo-os, avidamente, por outros, fossem os denominados em euros – de países considerados mais sólidos –, fossem os em outras moedas – como o dólar ou o franco suíço.

Nesse sentido, é notável que – embora as perspectivas econômicas e fiscais da Grã-Bretanha fossem quase idênticas às de Espanha, Portugal e Itália – os juros de seus títulos mantinham-se baixos, devido à existência de um banco central que, em última instância, garantia a dívida do Tesouro estadunidense, via impressão monetária. Já no caso da UEME, como nota De Grauwe:

A única maneira de estabilizar os mercados de dívida pública é envolver o BCE (...). Mas os líderes europeus não foram capazes de dar esse passo necessário para estabilizar a Zona do Euro. O BCE é a única instituição que pode evitar o pânico nos mercados de títulos soberanos dos países, porque, como instituição que cria dinheiro, tem capacidade infinita para comprar títulos dos governos. O fato de que os recursos são infinitos é fundamental para ser capaz de estabilizar as taxas de juros dos títulos. É a única forma de ganhar credibilidade no mercado (De Grauwe, 2012, tradução nossa).

Empréstimos da autoridade monetária ao governo tiveram marcada importância ao longo da história e constituíram a principal razão do surgimento dos bancos centrais. Assim, em 1694, na vigência do padrão-ouro e em contexto em que as finanças públicas estavam muito deterioradas por uma guerra contra a França, foi criado o Banco da Inglaterra.<sup>16</sup> Esse banco tem sido considerado o protótipo dos modernos bancos centrais. No momento de sua criação, o Banco da Inglaterra era um banco privado, cujo capital era constituído pelos títulos públicos representativos desse empréstimo e os acionistas eram aqueles que tinham aderido ao empréstimo. Dessa forma, seu nascimento esteve intimamente ligado à sua função de banco do governo, gerenciando os recursos públicos e fazendo empréstimos ao Estado. Mas – como todo seu capital era constituído de títulos públicos, para realizar seus negócios – o banco teve de emitir notas bancárias (*bank notes*, ou papel moeda), que passaram a circular como moeda no reino. Os empréstimos do Banco da Inglaterra ao Estado ampliaram-se, bem como seu capital, de onde advém o fato de ter recebido a denominação de *public exchequer* (erário público).<sup>17</sup>

Mas esses empréstimos tiveram caráter excepcional ou extraordinário. Com efeito, no padrão-ouro, a política fiscal inglesa passou a ser conservadora, com níveis baixos de dívida e *deficit* públicos, o que tornou desnecessário o recurso a amplos financiamentos do Banco da Inglaterra até a crise de 1929. Até mesmo durante a Grande Depressão, após a desvalorização da libra em setembro de 1931, a Inglaterra permaneceu circunscrita a uma política fiscal conservadora. O Banco da Inglaterra só veio a se tornar um banco público em 1946 – após a Segunda Guerra Mundial – e só foi proibido de financiar o governo, em fevereiro de 1992, pelo art. 101 do Tratado de Maastricht – que o Reino Unido deve respeitar, mesmo que não seja membro da Zona do Euro.

16. Informações do *site* do Banco da Inglaterra, disponíveis em <<http://goo.gl/iDgRkd>>.

17. No século XVIII, o Banco da Inglaterra agregou as funções de banco dos outros bancos; um século depois, tornou-se emprestador de última instância.

Nos Estados Unidos, no século XIX, o então presidente Abraham Lincoln emitiu papel moeda, denominado *greenback*,<sup>18</sup> para financiar a vitória da União na Guerra Civil. O Fed só foi criado em 1913, após três frustradas tentativas de implantação de um banco central. Sua criação esteve diretamente relacionada aos sucessivos pânico bancários que tinham ocorrido nas três décadas anteriores.<sup>19</sup> A partir de 1935, o principal objetivo do Fed, mesmo que não declarado, tornou-se a manutenção de um mercado “ordenado” para os títulos do governo. “Ordenado” passou a significar um padrão quase fixo de taxas de juros em várias classes de títulos públicos. Quando as taxas tendiam a subir e seu preço de mercado, a cair, o Comitê Federal de Mercado Aberto (Federal Open Market Committee – FOMC) intervinha por meio da compra, no mercado secundário, de títulos em volumes suficientes para manter as taxas próximas ao padrão acordado com o Tesouro estadunidense. Mas esse financiamento se revelou muito modesto em comparação com o que ocorreu durante a Segunda Guerra Mundial. Nessa época, as autoridades do Tesouro obtiveram a manutenção, pelo Fed, das taxas de juros dos títulos públicos em níveis extremamente reduzidos.<sup>20</sup>

O financiamento dos gastos de guerra gerou forte aumento na massa monetária dos Estados Unidos. De novembro de 1941 a agosto de 1945, o agregado M2 – que inclui depósitos à vista, papel moeda em poder do público e ativos financeiros altamente líquidos, como os títulos públicos – cresceu 102%, enquanto a inflação acumulada no período atingia 63%. Com o Tesouro estadunidense vendendo títulos para financiar os *deficit* públicos, seus preços tenderiam a cair e suas taxas de rendimento a subir sem a intervenção da autoridade monetária. Para cumprir seu compromisso de manter as taxas de juros baixas, o Fed tinha de comprar esses títulos no mercado aberto e criar o dinheiro para pagá-los (Melzer, 2002).

Por decisão do então presidente dos Estados Unidos Harry Truman e de seu secretário do Tesouro, John Snyder, preocupados com o elevado desemprego e temerosos de um retorno da depressão, esse arranjo foi mantido – com pequenas alterações – após o fim da Segunda Guerra Mundial. Por sua parte, os dirigentes do Fed estavam preocupados com o aumento da inflação. Foi só em março de 1951 que, após ásperas

---

18. Atualmente, na linguagem corriqueira, *greenback* tornou-se sinônimo de dólar.

19. Ver *A History of Central Banking in the United States*, Federal Reserve of Minneapolis. Disponível em: <<https://goo.gl/CWj19R>>.

20. Durante a Segunda Guerra Mundial, o Tesouro estadunidense determinou um padrão de taxas de juros em três tipos de títulos públicos: 0,35% para os títulos de 90 dias; 0,87% para os de um ano e 2,5% para os títulos de mais longo prazo.

disputas, interveio o Acordo Tesouro/Fed (Treasury-Fed Accord) que “eliminou a obrigação do Fed de monetizar a dívida do Tesouro a uma taxa fixa e tornou-se essencial para a política monetária e a independência do banco central” (Hetzel e Leach, 2001, p. 51, tradução nossa).

Entretanto, cabe ressaltar que o Fed conservou a possibilidade legal de intervir no mercado secundário de títulos públicos de todos os prazos. Essa possibilidade foi utilizada em diversos períodos em que uma recessão ameaçava agravar-se. Assim, por exemplo, em 1961, o Fed realizou vendas dos títulos de curto prazo e compras dos de longo prazo (operação *twist*). Esse tipo de operação foi, igualmente, utilizado a partir de meados de 2011.

Ao longo dos anos, o papel do Fed no sistema bancário e na economia expandiu-se. Atualmente, os objetivos do Fed dividem-se em quatro áreas: *i*) condução da política monetária do país, que influencia as condições monetárias e de crédito na economia, em busca de pleno emprego, preços estáveis e taxas moderadas de juros de longo prazo;<sup>21</sup> *ii*) supervisão e regulação das instituições bancárias para garantir a segurança e a solidez do sistema bancário do país e do sistema financeiro e para proteger os direitos de crédito dos consumidores; *iii*) manutenção da estabilidade do sistema financeiro e contenção do risco sistêmico que pode surgir em mercados financeiros; e *iv*) prestação de serviços financeiros para instituições depositárias, o governo dos Estados Unidos e instituições estrangeiras oficiais, inclusive desempenhando papel importante no sistema operacional de pagamentos do país.<sup>22</sup>

Como banco do governo, ou seu agente financeiro, o Fed processa uma variedade de transações financeiras, que envolvem trilhões de dólares. O Tesouro dos Estados Unidos mantém uma conta-corrente com o Fed, por meio do qual transitam os depósitos recebidos de impostos federais e os pagamentos do governo. Essa conta pode ficar negativa por um curto espaço de tempo, como ocorreu em finais de 2011, quando o teto de emissão de dívida pública foi atingido e a maioria republicana no Congresso impôs uma série de dificuldades para elevá-lo.

21. Esse primeiro objetivo costuma ser apontado como sendo o mandato dual do Fed, em contraposição com o de grande número de bancos centrais que têm o mandato único de manter a inflação baixa.

22. Esses objetivos são descritos no *site* do Fed. Disponível em <<http://goo.gl/GauBNn>>.

No período de crescimento iniciado após a Segunda Guerra Mundial, o capitalismo evidenciou seu maior dinamismo e conheceu seu período de crescimento mais estável, caracterizado como uma fase fordista-keynesiana, ou, ainda, como uma idade de ouro. Embora as políticas macroeconômicas incluíssem fortes gastos públicos, os *deficit* orçamentários eram muito pequenos, porque o robusto crescimento econômico gerava aumento da arrecadação tributária (Wray, 2009). Esses *deficit* eram financiados tanto por empréstimos dos bancos privados nacionais quanto por lançamentos de títulos. Mas subsistia a possibilidade, usada parcimoniosamente, de os Estados financiarem-se junto a seus bancos centrais, pagando juros pelos empréstimos.<sup>23</sup>

Ao iniciar-se a década de 1970, tornou-se patente a erosão do padrão monetário acordado em Bretton Woods (Mazzuchelli, 2008). A crise desse padrão abriu espaço para a consolidação do ideário neoliberal. Ainda na primeira metade da década, vários países adotaram leis que proibiam o financiamento da dívida pública por seus bancos centrais. Assim, em 1973, a França adotou a Lei nº 73-7 de reforma do banco central em que constava tal proibição. Essa lei foi aprovada em 1993, antes de ser substituída pelo Tratado de Maastricht.

A partir de então, as operações de *open market* das autoridades monetárias passaram, na prática, a concentrar-se nos títulos de curtíssimo prazo, cujos juros – designados como “taxa básica” – se tornaram o principal instrumento de política monetária. As operações com os títulos de prazos mais longos que podiam ser considerados como financiamento do Estado – quando a autoridade monetária comprava os títulos no mercado secundário, injetando dinheiro na economia – foram deixadas de lado. Mesmo nos países que não transformaram a proibição do financiamento da dívida pública em lei, os bancos centrais passaram a atuar da mesma forma que os demais.

Desconsiderados pelo *mainstream* macroeconômico, empréstimos dos bancos centrais aos governos vinham recebendo pouca atenção na literatura econômica, especialmente desde o início da década de 1990. Naquela época, os estudos abordavam essencialmente a dimensão comparativa entre os países das implicações macroeconômicas e institucionais do financiamento do banco central ao governo. Leone (1991) pesquisou as restrições legais aos empréstimos do banco central para o governo em mais de cem

---

23. Assinale-se que, por serem totalmente propriedade dos Estados, os juros pagos por estes a seus bancos centrais davam origem a dividendos pagos ao acionista único.

países e explorou suas consequências macroeconômicas em um grupo de 44 países desenvolvidos e em desenvolvimento. Outros estudos abordaram a base institucional para empréstimos do banco central ao governo e seu impacto na independência dos bancos centrais. Por exemplo, Cottarelli (1993) examinou o modelo apropriado para restringir empréstimos do banco central ao governo no momento da elaboração da legislação que criou o BCE e limitou sua capacidade de fornecer crédito para o governo. De uma perspectiva mais acadêmica, Grilli *et al.* (1991) e Cukierman (1992) incorporaram restrições sobre empréstimos do banco central para o governo em seus respectivos índices de independência do banco central.

Mais recentemente, a discussão das regras que regem os empréstimos do banco central ao governo foi retomada como parte de um projeto de boas práticas para a governança dos bancos centrais (BIS, 2009). A recomendação básica foi a generalização das restrições ao financiamento do banco central ao governo, estabelecendo-as explicitamente, para não perturbar o objetivo dos bancos centrais de preservar a estabilidade dos preços. Nos dois últimos anos, textos do FMI (Jácome *et al.*, 2012) e do Fed (Thornton, 2010) foram consagrados à discussão desse importante tema.

Seria de esperar-se que esses textos mais recentes abordassem a questão de outro ângulo, em função da crise e das políticas monetárias não tradicionais – essencialmente, compra de ativos para injetar dinheiro na economia – que os bancos centrais adotaram, após as taxas de juros aproximarem-se do marco zero. Mas, fiéis às abordagens anteriores, esses estudos apontaram que, nas últimas décadas, arranjos institucionais foram adotados em escala mundial para os empréstimos do banco central ao governo. Suas principais conclusões foram as seguintes:

- 1) Na maioria dos países avançados bem como nos emergentes, que adotaram o regime de câmbio flutuante, os bancos centrais estavam proibidos de financiar as despesas do governo.
- 2) Em diversos países emergentes, o financiamento de curto prazo era permitido, com o fim de suavizar as flutuações das receitas fiscais. Os termos e as condições desses empréstimos eram estabelecidos por lei, de forma a limitar seu montante a uma pequena proporção anual das receitas do governo. Tais empréstimos eram concedidos a taxas de juros de mercado, com vencimentos no mesmo ano fiscal.
- 3) Na grande maioria dos países, o financiamento de outras áreas do Estado – tais como governos provinciais e empresas públicas – estava expressamente proibido.



Jácome *et al.* (2012) tomaram a precaução de alertar que seu texto não abordava o apoio financeiro dos bancos centrais ao Estado em períodos de crise.

A crise mostrou que – apesar da proclamada unanimidade na inserção nas leis dos limites impostos à atuação dos bancos centrais no financiamento dos governos – existem importantes diferenças na letra das leis e em suas interpretações, o que leva alguns bancos centrais a terem maior flexibilidade. Em 2010 e 2011, após terem reduzido as taxas básicas de juros a patamares próximos de zero, o Fed e o Banco da Inglaterra praticaram políticas monetárias “não tradicionais”. Conhecidas como afrouxamento quantitativo, estas consistiam em operações de compra nos mercados secundários de grandes volumes de títulos públicos de longo prazo, que – segundo Moessner e Turner (2012, p. 6, tradução nossa) – “eles normalmente evitariam”.

O objetivo dessas políticas monetárias era estimular a economia, por intermédio da redução das taxas de juros de longo prazo dos títulos públicos, além de permitir que os investidores privados – que detinham esses títulos – os transformassem em dinheiro. Assim, os QEs tinham muito pouco a ver com o financiamento do Estado. Suas bases teóricas residiam em Milton Friedman, que argumentava que a Grande Depressão tinha sido, principalmente, causada pela contração monetária, resultante de políticas errôneas do Fed e de prolongada crise do sistema bancário. Tornou-se famosa sua afirmação de que “a deflação de preços pode ser combatida lançando-se dinheiro de um helicóptero” (Friedman, 1969, p. 4-5, tradução nossa).

Já o BCE tem uma visão claramente mais restritiva. O art. 101 do Tratado de Maastricht<sup>24</sup> proíbe que este conceda créditos a qualquer instituição, autoridade ou entidade do setor público da União Europeia ou dos Estados-membros, excetuando-se as instituições de crédito público, bem como as compras no mercado primário de títulos de dívida emitidos por estas.<sup>25</sup> O art. 21 do Protocolo 4, intitulado Estatuto do Sistema de Bancos Centrais e do BCE, afirma que

é proibida a concessão de créditos sob a forma de descobertos ou sob qualquer outra forma, pelo BCE ou pelos bancos centrais nacionais, em benefício de instituições, órgãos ou organismos da União, governos centrais, autoridades regionais, locais ou outras autoridades públicas, outros

---

24. Esse artigo passou a ser o art. 123 da Versão Consolidada do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

25. Porque não podiam conceber um evento que provocasse um colapso no sistema de pagamentos em si, os autores do Tratado de Maastricht não deram ao BCE o mandato legal de agir como um “emprestador de última instância” em tempos de crise. Tampouco foi confiada ao banco a tarefa de supervisionar e regulamentar as instituições financeiras da Europa.

organismos do setor público ou a empresas públicas dos Estados-membros; é igualmente proibida a compra direta de títulos de dívida a essas entidades, pelo BCE ou pelos bancos centrais nacionais (UE, 2010, art. 21).<sup>26</sup>

Entretanto, não há proibição explícita dessas compras no mercado secundário. Sob a presidência de Jean Claude Trichet, o BCE instaurou em 2010 o Securities Markets Programme (SMP), por meio do qual adquiriu € 60,1 bilhões de dívida soberana em poder dos bancos.<sup>27</sup> Esse tipo de operação foi criticado pelo então presidente do Deutsche Bundesbank, Axel Weber, que alertava para os efeitos inflacionários dessa ação de socorro indireto aos países da periferia do euro. Weber demitiu-se de seu cargo como forma de dar maior peso a suas críticas, como destacaram Eiffinger e Hoogduin (2012). Esses autores apontaram que – no início de agosto de 2011, com o aprofundamento da crise e as primeiras indicações de contágio da Espanha e da Itália – o BCE retomou e ampliou o programa de compra de bônus soberanos no mercado secundário, realizando, nos quatro meses seguintes, a aquisição de € 149 bilhões (Helm, 2011). Mas, em setembro de 2011, um alto dirigente do banco, Jünger Stark, representante da Alemanha, demitiu-se em protesto contra essas aquisições, o que tornou mais difícil seu prosseguimento.

Frente às pressões da Alemanha e para reafirmar seu compromisso com a ortodoxia monetária, o novo presidente do BCE, Mario Draghi, declarou, no dia 8 de dezembro de 2011, que as compras de títulos públicos no mercado secundário eram limitadas e temporárias, bem como reiterou que a instituição não poderia atuar fora de seu mandato de manter a estabilidade dos preços. Assim, até mesmo em contexto de crise, não houve o necessário consenso para que o banco atuasse de forma mais flexível. Com o fim de injetar dinheiro na economia, a autoridade monetária europeia teve, então, de lançar mão das LTROs, nas quais emprestou dinheiro aos bancos, com taxas de juros de 1% a.a. por um prazo de até três anos. Com essas operações, os ativos no balanço do BCE registraram significativo aumento – ao atingirem € 3 trilhões – e ultrapassaram os do balanço do Fed (US\$ 2,9 trilhões).<sup>28</sup> Por meio destes, vários países

26. Essa cláusula foi retomada no Tratado de Lisboa, art. 123.

27. Enquanto a Grécia possuía grau de investimentos, seus títulos serviam de colateral nos empréstimos realizados pelos bancos junto ao BCE para obtenção de liquidez. Com o rebaixamento da classificação de risco soberano para grau especulativo, esses títulos deixaram de ser elegíveis para servir de colateral nas operações de refinanciamento. Mas as consecutivas reduções nas classificações de risco dos outros países dos GIIPS levaram o BCE a voltar a aceitar seus títulos como garantia de empréstimos aos bancos.

28. Os ativos desses bancos centrais já equivalem a 20% de seus respectivos produtos internos brutos (PIBs); em 2007, só representavam cerca de 5%.

em dificuldades ressuscitaram o mecanismo de financiamento de suas dívidas mediante empréstimos bancários ou a compra de seus títulos pelos bancos nacionais, vigente antes da ruptura dos acordos de Bretton Woods. Com recursos emprestados pelo BCE, os bancos – inclusive os que estavam com balanços fragilizados – adquiriram esses títulos, aceitos como garantia pela autoridade monetária.<sup>29</sup>

Entretanto, ambas as formas de QE apresentaram importante consequência em comum. A maior parte do dinheiro emitido estava sendo mantido pelos bancos em contas reservas junto às autoridades monetárias. Para tentar reverter essa situação e possibilitar a entrada do dinheiro novo na economia pela via do crédito, o BCE, que pagava juros de 0,25% a.a. para os depósitos dos bancos, decidiu reduzi-los a zero em julho de 2012. Esse movimento levou alguns a acreditar que uma fatia mais substancial dos empréstimos do BCE passaria a irrigar os mercados de crédito, títulos públicos e ativos (Linsell, 2012). Já para outros, existia o risco de que parte dessa massa de recursos reforçasse os movimentos de fuga para a qualidade dos ativos denominados em euro, seja nos títulos públicos alemães e, em menor medida, franceses, seja em títulos norte-americanos (Goodman e Jenkins, 2012).

No primeiro semestre de 2012, a deterioração da situação econômica na Zona do Euro e o baixo crescimento dos Estados Unidos fizeram que a discussão da necessidade de novos afrouxamentos quantitativos voltasse à tona. A situação foi agravando-se ao longo do primeiro semestre. As taxas de juros demandadas pelos investidores para os títulos da Espanha e, em menor medida, da Itália elevaram-se para níveis superiores a 7% a.a., que tinham sido considerados insustentáveis nos casos da Grécia, de Irlanda e de Portugal (gráfico 6). Na Espanha, a situação tornou-se mais grave, no plano fiscal, pelas dificuldades financeiras das regiões – relativamente autônomas em relação ao governo central – e por uma crise bancária, em função do estouro de uma bolha imobiliária. Ocorrência que é presente e faz pairar ameaças concretas sobre a capacidade de refinanciamento das dívidas desses países.

---

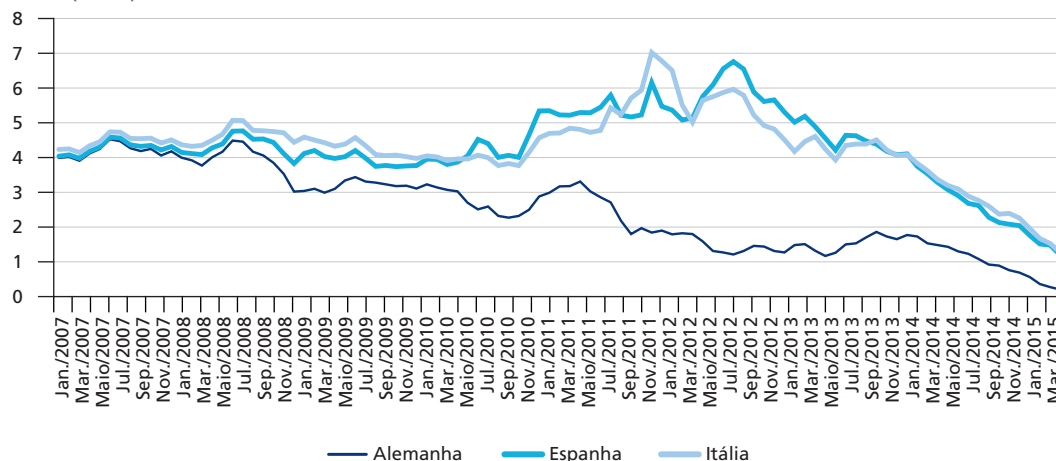
29. É significativa a diferença de qualidade entre os ativos dos dois bancos centrais mais importantes do mundo, oriunda não apenas de diferenças na flexibilidade da atuação da autoridade monetária, mas também de distintos objetivos determinados por conjunturas diferentes. O Fed comprou títulos públicos de longo prazo (títulos vinculados a hipotecas e títulos públicos), enquanto o BCE buscava atenuar as pressões dos mercados nos financiamentos das dívidas públicas. Mas, em vez de fazê-lo adquirindo títulos públicos, a falta de flexibilidade do BCE levou-o a recorrer a empréstimos aos bancos. Enquanto esses empréstimos não foram ressarcidos, o BCE esteve exposto ao risco de crédito desses bancos. Já os ativos do segundo passaram – a partir do segundo afrouxamento quantitativo (QE2) – a incluir, em plena propriedade, títulos privados e títulos públicos em proporções semelhantes.

A situação foi agravando-se ao longo do primeiro semestre. As taxas de juros demandadas pelos investidores para os títulos da Espanha e, em menor medida, da Itália elevaram-se para níveis superiores a 7% a.a., que tinham sido considerados insustentáveis nos casos da Grécia, de Irlanda e de Portugal (gráfico 6). Na Espanha, a situação foi agravada, no plano fiscal, pelas dificuldades financeiras das regiões – relativamente autônomas em relação ao governo central – e por uma crise bancária, em função do estouro de uma bolha imobiliária. Essa conjunção desencadeou – ao longo de 2012 – acentuada fuga de capitais do país, o que agravou ainda mais a situação dos bancos. Mas o governo espanhol, que adotou medidas impopulares de redução de gastos e aumento dos impostos, vem resistindo a formalizar um pedido de resgate, temeroso da imposição de medidas ainda mais drásticas de ajuste fiscal.

As percepções tornaram-se cada vez mais negativas sobre as perspectivas da Zona do Euro e a respeito da moeda única em si. Refletindo parcialmente o debate em curso sobre monetização das dívidas, tanto o BCE como o Fed decidiram implementar “ousados programas de afrouxamentos monetários” (Canuto e Leipziger, 2012).

Foi então que, em 26 de julho de 2012, o presidente do BCE, Mario Draghi, anunciou a decisão unânime do conselho de diretores do BCE de “fazer tudo o que fosse necessário para preservar a Zona do Euro”. Já referida anteriormente, a frase que marcou a adoção do afrouxamento quantitativo pelo BCE tornou-se célebre e marcou o final da fase mais aguda da crise do euro.

GRÁFICO 6  
Taxas de juros, títulos da Espanha, da Itália e da Alemanha (jan./2007-mar./2015)  
(Em %)



Fonte: OCDE.

Obs.: A autora agradece ao apoio de Giovanni Roriz Lyra Hillebrand na captura dos dados.

As reações dos mercados financeiros foram de extremo alívio, desencadeando forte alta nas bolsas de valores e, mais importante, queda nas taxas de juros dos títulos públicos espanhóis e italianos, que vêm perdurando até o final de 2014. Tais reações duradouras reforçam a interpretação de que a emissão monetária para financiar as dívidas públicas e/ou assegurar o reembolso dos títulos emitidos pelos devedores soberanos está na base da confiança dos investidores.

A principal oposição a esse movimento do BCE veio do banco central alemão, Deutsche Bundesbank, cujo presidente, Jens Weidmann, apontou o perigo do “financiamento do BCE transformar-se num vício, comparável às drogas” (Reiermann, Sauga e Seith, 2012, tradução nossa). O ministro das finanças alemão, Wolfgang Schäuble, também atacou o BCE, afirmando que a “política monetária não pode resolver os problemas fiscais” e “falsos incentivos” devem ser evitados na crise do euro. Ademais, Schäuble sugeriu que a União Europeia poderá se tornar “irrelevante” se não conseguir se unir (Koukoulas, 2012).

Dois meses mais tarde, em setembro de 2012, o Fed lançou, nos Estados Unidos, um novo programa de *afrouxamento quantitativo* ou QE3, comentado anteriormente, além de comprometer-se a manter os juros baixos por um “período prolongado”.

Após a reunião do comitê diretor do BCE,<sup>30</sup> de 6 de setembro de 2012, Mario Draghi detalhou as medidas que acabaram sendo oficialmente adotadas, com um voto contrário, presumidamente da Alemanha, recebendo o nome de transações monetárias diretas (*outright monetary transactions* – OMT). O programa foi desenhado para ser executado no mercado secundário. Compreenderia compras de títulos de até três anos, dos países que pedissem resgate e aceitassem as condições impostas, para lidar com distorções dos mercados de títulos e temores “infundados” de investidores sobre a sobrevivência do euro. Os títulos que forem adquiridos pelo BCE não teriam prioridade de reembolso (senioridade), equiparando-os aos que estavam nas carteiras privadas. O fundo permanente de resgate europeu (Fundo Europeu de Estabilização – ESF; em inglês, European Stability Fund) – que foi lançado em outubro de 2012, após o voto favorável da Corte Constitucional alemã – também deveria participar nessas compras; estudou-se a possibilidade de conceder a esse fundo licença bancária que permitiria que alavancasse seus recursos.

---

30. O BCE é a única instituição europeia em que as decisões não precisam ser tomadas por unanimidade.

Ademais, o presidente do BCE anunciou que as compras de títulos seriam, teoricamente, ilimitadas. Uma ameaça desse tipo de atuação – se for crível – pode acabar significando menor necessidade de dinheiro novo, devido aos temores do mercado de enfrentá-la, ao contrário de intervenções limitadas que teriam seus limites testados, ao longo de certo tempo. Essa estratégia pode ser comparada à acumulação de um arsenal nuclear, para fim de dissuasão, e não de desencadear uma guerra de extermínio. Entretanto, existia contradição entre esse aspecto do programa e o anúncio de que as compras seriam “esterilizadas”, retirando a mesma quantidade de moeda emitida para essas compras de títulos “de outro lugar no sistema financeiro europeu”. Disto advém a constatação de que existia um limite implícito para essas compras, dado pelo balanço do BCE. Na prática, isso significava que esse banco deveria reduzir os empréstimos aos bancos feitos nas LTROs, de forma a não emitir mais dinheiro novo. Para alguns analistas, a esterilização era principalmente destinada a aplacar as críticas efetuadas pelo banco central alemão.

Uma semana após o anúncio do BCE, foi anunciado pelo Fed o programa que foi chamado de QE3. Inicialmente, esse programa previa a aquisição de US\$ 45 bilhões mensais de títulos vinculados a hipotecas. Em dezembro, foi estendido a compras de US\$ 45 bilhões mensais adicionais de títulos públicos de longo prazo. Em nome do mandato dual da autoridade monetária americana de perseguir o crescimento econômico e a estabilidade de preços, foi afirmado que essas compras se estenderiam pelo tempo necessário para que “o nível de desemprego ceda significativamente” (Bernanke, 2012, tradução nossa).

Os mercados financeiros reagiram com alívio às decisões das duas autoridades monetárias. As maiores dúvidas diziam respeito ao BCE. Para beneficiar a Espanha e a Itália, a implementação do programa dependeria de um pedido de resgate desses dois países e da aceitação das draconianas condições impostas pela Troika (BCE, FMI e Comissão Europeia). Mas tornou-se aparente que a Espanha pretendia adiar ao máximo esse pedido – isto é, até que o mercado a obrigasse a fazê-lo, o que elevaria a taxa de juros de seus títulos a níveis insustentáveis e/ou até que a crise bancária se intensificasse –,<sup>31</sup> por temor à imposição de novas medidas de contração que aprofundem a recessão (Lokey, 2012).

31. Famílias e empresas vêm sacando (transferindo para outros países) grandes volumes de recursos de contas bancárias espanholas. Somente em julho de 2012, segundo dados do Banco da Espanha, essas retiradas somaram € 26 bilhões. O sistema bancário do país já contava com € 100 bilhões de resgate da Europa, além de € 412 bilhões em empréstimos brutos do BCE (Evans-Pritchard, 2012).

Quanto ao Fed, seu primeiro objetivo parece ter sido atingido: os preços de vários ativos subiram e beneficiaram diretamente os investidores. De acordo com a declaração de Ben Bernanke:

Uma das principais preocupações das empresas é que não há demanda suficiente. Se as pessoas sentem que a sua situação financeira é melhor porque seus ativos se valorizam, elas estão mais dispostos a sair e gastar, o que vai prover a demanda que as empresas precisam, a fim de estarem dispostas a contratar e a investir (Kesarios, 2012, tradução nossa).

Essa descrição corresponde ao chamado canal de riqueza de transmissão da política monetária. Críticos apontam que – além de ter efeito altamente concentrador de renda – para que essa política possa ter algum efeito, o que levaria os agentes a elevar seu consumo porque se sentem mais ricos, é necessário que essa melhoria nos preços seja percebida como ganho permanente.

Em meio às emissões monetárias relacionadas aos novos afrouxamentos quantitativos, renasceu a discussão sobre se essa forma de emissão permitiria o financiamento dos *deficit* públicos e, por conseguinte, a utilização de uma política fiscal, com vista à retomada econômica. Já em 12 de abril de 2012, um editorial do *Financial Times*, intitulado *Waiting for growth* (Waiting..., 2012), indicava a decepção generalizada com as políticas de QE aplicadas nos Estados Unidos, no Japão, no Reino Unido e na Zona do Euro, sem prova substancial de sucesso. A baixa demanda dos consumidores e a aversão ao risco eram identificadas como as principais fontes da tendência deflacionária em muitos países, mais que os altos custos das taxas de juros. Igualmente, as políticas de *austeridade fiscal* estavam provando ser contraproducentes, ao elevarem os *deficit* fiscais e a dívida pública em função da contração econômica e da conseqüente redução das receitas fiscais. Em seu lugar, o referido editorial do periódico depositava esperanças no fato de que “opções mais radicais que envolvem monetização direta de gastos estão finalmente sendo discutidas” (Waiting..., 2012, tradução nossa). Em outras palavras, a atuação isolada da política monetária seria impotente diante da profundidade da crise. Uma política fiscal agressiva seria necessária, mas o tamanho das dívidas públicas impedia sua implementação. Restava a atuação conjunta das políticas fiscal e monetária, com esta última financiando a primeira no lugar dos mercados de títulos públicos. Esse desenvolvimento levantava a perspectiva de que as visões ortodoxas – consideradas políticas adequadas no passado – passaram a não ser mais relevantes para as circunstâncias econômicas contemporâneas e deveriam, finalmente, ser descartadas.

Poszar e McCulley (2012) diagnosticaram a fase atual das economias dos Estados Unidos e de quase todos os outros países desenvolvidos como estando mergulhadas em uma armadilha da liquidez, definida como circunstância de desalavancagem no setor privado, devido aos severos danos causados pela crise em seus balanços.

Em uma armadilha da liquidez, os “espíritos animais” do setor privado não podem ser revividos por uma redução nas taxas de juros de curto prazo, porque não há demanda por crédito. Isto significa que efetivamente a política monetária convencional não funciona em uma armadilha de liquidez (Poszar e McCulley, 2012, p. 2).

Nessa situação, os autores apontaram para o financiamento, pela autoridade monetária, das despesas fiscais necessárias para sustentar a demanda e restabelecer trajetória de crescimento econômico.

Essa ideia desafiava a ortodoxia, que acreditava que imprimir dinheiro era inflacionário. Mas isso não era verdade em uma armadilha de liquidez. Seria improvável que o dinheiro impresso se tornasse inflacionário até que o setor privado tivesse terminado sua desalavancagem e estivesse procurando obter fundos novamente. Para reforçar sua análise, eles retomaram um discurso feito em 2003 no Japão por Ben Bernanke, antes de assumir a presidência do Fed:

O papel de um banco central independente é diferente em ambientes inflacionistas e deflacionistas. Diante da inflação, frequentemente associada ao excessivo endividamento público e à monetização da dívida pública, a virtude da independência do banco central é sua capacidade de dizer “não” ao governo. No entanto, em uma armadilha de liquidez, é improvável que o excesso de empréstimos do governo e a criação de moeda constituam um problema. Em uma armadilha de liquidez, uma cooperação entre as autoridades monetárias e fiscais é tão consistente com a independência do banco central, quanto qualquer cooperação entre duas nações independentes em busca de um objetivo comum é consistente com o princípio da soberania nacional (Bernanke, 2003, tradução nossa).

Dessa forma, as recentes sugestões de financiamento público pelos bancos centrais diferenciaram-se do afrouxamento quantitativo que vinha sendo praticado, no que tange ao destino da nova moeda criada. Wood (2012) apontou que existem duas opções na política de “monetização de gastos”. A primeira, associada aos QEs, é uma pura operação de distribuição “a partir de um helicóptero” do dinheiro novo criado pelo banco central, para ser depositado em contas bancárias privadas. A constatação é que essa moeda não adentra o circuito financeiro, não volta a irrigar os canais de crédito.



Pelo contrário, vem sendo mantida pelos bancos, por precaução, junto à autoridade monetária. A segunda opção consiste na criação de dinheiro novo para financiar diretamente o *deficit* público. A primeira não faz nada para resolver o problema da dívida pública; em contraste, a segunda oferece possibilidades de estímulo fiscal sem, segundo o autor, necessariamente implicar aumento da dívida pública. Nessa segunda opção, o estímulo fiscal pode ser substancial e eficaz, já que o dinheiro novo seria transmitido por meio dos canais da política fiscal, para onde fosse mais necessário e onde as propensões marginais a consumir e a gastar fossem maiores.

Mas, para que isso ocorresse, seria necessário modificar não apenas as legislações nacionais sobre o tema, mas também as próprias bases contábeis dos bancos centrais. Assim, por exemplo, se o Fed criasse dinheiro novo e o repassasse ao Tesouro estadunidense para financiar o *deficit*, a dívida pública aumentaria porque, em troca, o Fed teria de receber novos títulos do Tesouro, elevando a dívida geral do governo. Dessa forma, torna-se necessário procurar minimizar tal aumento da dívida. Isso, obviamente, não poderia se dar por intermédio da austeridade fiscal, que já foi comparada a prescrever um regime de restrição calórica a um anorético.

Para ser eficiente do ponto de vista do financiamento da política fiscal e, por conseguinte, do crescimento econômico, a emissão monetária para aquisição de títulos públicos nos mercados secundários implicaria volumes de moeda muito maiores do que se esta ocorresse no mercado primário. Com efeito, mercados secundários negociam os estoques em mãos de investidores privados, enquanto no mercado primário somente são ofertados os títulos necessários ao financiamento do *deficit* público ou à rolagem dos títulos que estão vencendo. Se a autoridade monetária emitisse moeda para pagamento dos títulos a vencer, o impacto na dívida pública da atuação conjunta das autoridades fiscais e monetárias no mercado primário limitar-se-ia à diferença entre os resgates e o *deficit* público.

Não apenas economistas heterodoxos estão presentes nessas discussões. Adair Turner (2013), ex-presidente da Autoridade de Estabilidade Financeira da Grã-Bretanha, propôs o uso do financiamento monetário ostensivo (*overt money finance* – OMF) dos *deficit* fiscais. A crença de que a monetização do *deficit* orçamentário é intolerável vem sendo questionada, com base na constatação de que a simples emissão de quantidades crescentes de dinheiro novo não conduz necessariamente ao crescimento econômico. Ao contrário do que tem sido realizado nos QEs, em que as compras de títulos do governo ocorrem exclusivamente no mercado secundário, suas sugestões concentram-se na emissão de dinheiro para fornecer financiamento direto ao Estado, por meio da aquisição de títulos no mercado primário, o que permite a implementação de política fiscal visando aumentar a demanda agregada, bem como manter as taxas de juro baixas.

## 4 PALCO DE COEXISTÊNCIA E ENFRENTAMENTOS

Considerada como a garantia absoluta de solvência dos títulos públicos, a possibilidade das emissões monetárias pelos bancos centrais impacta tanto a demanda e a precificação dos títulos públicos, quanto o fato de estes serem avaliados como comportando risco zero nos acordos de Basileia e – até o agravamento da crise europeia – pelos detentores de carteiras privadas. Tal garantia implícita e os imensos volumes desses títulos transformaram-nos no mais importante substrato da riqueza financeira. Os mercados financeiros têm o papel preponderante na negociação desses títulos. Esses mercados se impõem, assim, como palco incontornável das relações entre os Estados e as finanças privadas.

No ápice da crise financeira, bancos e economistas clamavam em alto e bom som pela injeção de imensos montantes no “salvamento” de Wall Street e demais praças financeiras dos países desenvolvidos. Pode-se afirmar que a criação de nova dívida e a elevação dos *deficit* públicos foram, inicialmente, aplaudidas por estes. Entretanto – no fim da segunda fase da crise –, as atenções dos agentes dos mercados financeiros voltaram-se para os desequilíbrios fiscais e os estoques de dívida pública, em uma dinâmica perversa em que as expectativas privadas e a supremacia dos mercados transformaram uma crise financeira privada em uma crise financeira pública.

Essa evolução não constituiu propriamente uma surpresa. Reinhart e Rogoff (2009) mostraram que crises fiscais costumam suceder às crises bancárias, muito mais em função das quedas na arrecadação do Estado do que devido aos desembolsos públicos para atenuar as repercussões macroeconômicas da redução da atividade econômica que acompanha crises bancárias.

No caso da crise atual, os caminhos que levaram a crise financeira privada a transformar-se em uma crise pública estiveram ligados à rejeição dos títulos públicos de diversos países da Zona do Euro pelas carteiras privadas. Tal rejeição se verificou nos mercados financeiros, que – como descrito anteriormente – se tornaram as únicas fontes de recursos para o financiamento das dívidas públicas. É relevante salientar a distinção entre o mercado primário de dívida pública e o secundário. No primeiro, o Estado entra diretamente no mercado, oferecendo títulos de sua emissão – geralmente por meio de leilões – aos investidores. Nesse mercado, são determinadas as taxas de juros que o Estado deverá pagar para financiar a parcela de dívida pública oferecida. Os objetivos de ambos são opostos: enquanto o Estado busca financiar-se ao custo mais baixo possível, os agentes de mercado procuram obter a maior rentabilidade possível.

No mercado secundário, os títulos trocam de mãos. O mercado de títulos públicos só se torna o único mecanismo de financiamento dos Estados porque, a seu lado, desenvolve-se um mercado secundário líquido e profundo, em que os agentes podem comprar e vender títulos a qualquer momento, com baixo custo de transação. A existência de um mercado secundário com essas características é condição essencial para permitir que os títulos da dívida emitidos possam ser de prazos longos.

O desenvolvimento desses mercados faz com que os investidores possam adquirir títulos públicos sem ter de aguardar a realização de um leilão primário e vendê-los rapidamente quando consideram essa operação interessante. Em sua ausência, os potenciais compradores teriam marcada preferência por títulos de prazos mais curtos, o que obrigaria o Estado a acessar mais frequentemente o mercado para refinarçar sua dívida. Os preços dos títulos negociados no mercado secundário para os diversos vencimentos são considerados como *proxy* dos custos que o Tesouro estadunidense teria de arcar se desejasse emitir títulos naquele momento.

A liberalização dos movimentos de capitais transforma os mercados de títulos públicos em perfeitos exemplos da globalização financeira, com títulos das mais variadas origens passando a ser parte integrante dos ativos dos grandes bancos internacionais e de outras instituições financeiras, dos investidores institucionais e das carteiras privadas. Esse movimento vincula estreitamente os preços desses títulos – por conseguinte, o custo do financiamento público – à percepção de risco e à taxa de câmbio da moeda em que são denominados, bem como à visão dos investidores sobre a solvência do país emitente.

A dívida pública é certamente mais sustentável quando financiada por recursos internos. Nesse caso, inexistente a questão da taxa de câmbio, e o reembolso dessa dívida pode, no limite, ser efetuado por emissão monetária do banco central ou por sua transformação em imposto sobre os credores. O exemplo do Japão – que conseguiu, desde o início da década de 1990, financiar dívida pública que atingiu 240% do PIB, em 2011 – mostra bem as vantagens dessa situação.

Da mesma forma, um país emitente de moeda reserva internacional pode tomar empréstimos externos em sua própria moeda, colocando-o em situação ainda mais confortável do que aquele que se financia domesticamente, visto que tem acesso a um volume de recursos praticamente ilimitado. Em função do volume extremamente elevado dos estoques desses títulos públicos, de sua elevada liquidez nos mercados secundários e do fato de que eram considerados como ativos sem riscos, tornaram-se o principal suporte da riqueza financeira em escala internacional. Esse certamente

é o caso dos títulos dos Estados Unidos. Foi igualmente o caso dos títulos emitidos por todos os países da UEME, desde a criação do euro até 2008. Enquanto durou a euforia dos mercados e até que a falência do Lehman Brothers revelasse o caráter sistêmico da crise, todos os países-membros conseguiram financiar-se nos mercados, pagando taxas de juros pouco superiores às da Alemanha.

A partir do momento em que os agentes de mercado se deram conta de que inexistiam mecanismos e vontade política de assumir, coletivamente, a garantia da solvência desses empréstimos, os investidores em títulos tornaram-se muito mais seletivos e focaram sua atenção nas condições de cada um dos países emissores. De um lado, passaram a exigir taxas de juros cada vez mais altas para adquirir títulos de países considerados mais frágeis, em virtude do estoque de dívida já acumulado, da trajetória dos *deficit* públicos e do desempenho econômico. De outro lado, aceitaram taxas de juros extremamente baixas – por vezes, até negativas – nos títulos considerados *valores-refúgio*, como os títulos emitidos pelos Estados Unidos, pela Inglaterra ou pela Suíça. Isso também se verificou para títulos denominados em euros da Alemanha, da Dinamarca e até do EFSF.

O estreito vínculo entre os títulos públicos – principal substrato da riqueza financeira – e a posição da moeda na hierarquia internacional, bem como sua taxa de câmbio, fica evidente. Para Prates:

No sistema atual, o dólar constitui o núcleo do sistema hierarquizado – ou seja, é a moeda-chave – a partir do qual se posicionam, de forma também hierarquizada, as outras moedas: em primeiro lugar, as moedas conversíveis, emitidas pelos demais países centrais e, em segundo lugar, mais distantes do núcleo, as moedas não conversíveis, emitidas pelos países emergentes (Prates, 2005, p. 274).

Quando os investidores internacionais temem que a moeda na qual estão denominados os títulos que possuem em carteira se desvalorize, procuram, o mais rapidamente possível, vendê-los para adquirir outros denominados em outra moeda considerada mais segura no momento. Isso também ocorre quando eles passam a temer um risco de solvência dos títulos de determinado emissor soberano. Quase absolutamente circular,<sup>32</sup> esse movimento repercute tanto no preço dos títulos em questão quanto na taxa de câmbio dessas moedas. A desvalorização de uns corresponde à valorização de outros, já que essas operações envolvem estoques anteriores de títulos. Elevação generalizada de preços só pode ocorrer quando há aporte de novos fluxos de recursos.

32. Só escapam desse movimento circular os recursos que se dirigem à compra de ativos “reais” considerados como *valores-refúgio* – por exemplo, ouro e outros metais preciosos.

Em contrapartida, nos países emergentes em que, pelo menos, parte dos títulos da dívida pública é emitida em moeda estrangeira, a fonte última de seu reembolso só pode advir das reservas públicas em ouro e moedas estrangeiras ou dos fluxos de divisas provenientes de *superavit* comerciais ou da conta financeira. A emissão no mercado internacional de títulos públicos denominados em moedas estrangeiras eleva a dívida externa do país e é mais intensamente utilizada em função das necessidades ligadas ao pagamento de compromissos externos próximos de seu vencimento.<sup>33</sup> Os preços desses títulos sofrem, assim, marcada influência das expectativas dos investidores sobre a solvência soberana em moeda estrangeira. No que diz respeito aos títulos emitidos na moeda nacional pelos países emergentes, as expectativas sobre a evolução de sua taxa de câmbio são um dos fatores decisivos – junto com a taxa de juros doméstica – na decisão dos investidores estrangeiros em adquiri-los. É importante observar a parcela da dívida pública denominada na moeda nacional adquirida por investidores internacionais. Muitos governos têm oferecido vantagens fiscais para atrair esses investidores. Mas quanto mais ampla for essa parcela, mais suas idas e vindas terão impacto tanto no custo do financiamento público quanto nos mercados de câmbio.

O caso dos países da Zona do Euro assemelha-se aos dos países emergentes, visto que nenhum destes pode emitir a moeda única europeia, que passa a funcionar como se fosse uma moeda estrangeira. Mais especificamente, a adoção do euro leva esses países a enfrentar dinâmica parecida com a dos países emergentes que atrelaram suas moedas nacionais a uma moeda estrangeira – em geral, o dólar. Em período de pronunciada instabilidade financeira, além de não poder emitir a moeda na qual estão denominadas suas dívidas, esses países também ficam sem poder recorrer a ajustes cambiais para restabelecer a competitividade internacional de suas economias.

Quaisquer que sejam os países emissores de títulos públicos, as decisões relativas às características de sua emissão (prazo até o vencimento, eventual indexação etc.) relevam o que vem sendo chamado de *government debt management* ou gestão da dívida pública (Allen, 2012). Essa gestão se encontra intimamente ligada aos mercados financeiros, já que se trata de compatibilizar as necessidades financeiras do Estado com as expectativas e as demandas específicas dos investidores.

---

33. É importante diferenciar a dívida externa da dívida interna denominada em moeda estrangeira. Esta última só eleva os compromissos públicos em divisas quando, no vencimento, o pagamento também é efetuado em moeda estrangeira. Já os títulos da dívida pública interna – indexados à taxa de câmbio, mas liquidados na moeda nacional – não fazem parte da dívida externa.

No que diz respeito ao financiamento das dívidas públicas, a supremacia dos mercados e sua internacionalização têm por consequência o fato de que as políticas macroeconômicas perdem graus de liberdade e passam a levar em conta a reação dos mercados como parâmetro de altíssima importância. Mas a internacionalização dos mercados de títulos públicos tem outras implicações, além da apontada anteriormente. Destaca-se o fato de que o componente idiossincrático – ou seja, aquele próprio a cada país – das políticas macroeconômicas tende a reduzir-se. Com efeito, essas políticas e seus fundamentos devem ser críveis não somente para os investidores nacionais, mas também para os estrangeiros. A busca de credibilidade passa, assim, a estar presente como parâmetro fundamental nas decisões das autoridades econômicas; em particular, das autoridades monetárias.

A noção mesma de “credibilidade da política econômica” tem origem nos economistas novoclássicos – em particular, Kydland e Prescott (1977) –, que a utilizam como mais uma forma de elevar o mercado à condição de principal condutor das questões econômicas. Eles privilegiam a defesa de regras, a consistência intertemporal das medidas adotadas e a estabilidade econômica, de forma a alcançar a credibilidade de regimes de política econômica. Nessa abordagem, os agentes racionais devem – entre outros aspectos – avaliar a credibilidade de uma política anunciada, ao formar essas expectativas sobre o futuro e decidir que decisões tomar. Grabel salienta que:

infelizmente, avaliar a credibilidade da política não é uma questão simples. Estão em questão as percepções dos agentes econômicos sobre a viabilidade e a eficácia de políticas anunciadas, o compromisso dos formuladores de políticas para sustentá-las e, portanto, a probabilidade de mudança de rumo da política ou seu colapso (Grabel, 1999, p. 3-4, tradução nossa).

Como poderia a política econômica ser desenvolvida nesse ambiente complexo, no qual o sucesso da política depende criticamente das percepções dos agentes sobre sua viabilidade? Lopreato (2011, p. 38, em itálico no original) discute a questão da seguinte forma:

A ideia de que o simples anúncio de mudanças não garante a conquista da confiança dos agentes privados colocou em destaque a questão da *credibilidade* e a premissa de que a credibilidade deve ser construída, isto é, transformar-se em meta a ser alcançada. A política econômica tem de ser vista como processo contínuo, de modo a criar um ambiente em que os agentes privados creiam na manutenção futura das políticas correntes. A presença de *descontinuidades* pode afetar o clima esperado, ampliar o risco de turbulências e prejudicar os resultados desejados. Os dirigentes,

tentando minimizar o risco, devem manter a *consistência intertemporal* das ações e comprometer-se hoje com a política *esperada* no futuro, conseguindo, assim, alcançar *credibilidade* e estabelecer a *reputação* da política econômica (Lopreato, 2011, p. 38, itálico do original).

Mas, como mostrado pela crise, a credibilidade pode ser um fenômeno passageiro e assentar-se no mesmo tipo de fatores que inflam as bolhas financeiras. Nos períodos em que impera o otimismo entre os participantes dos mercados, a credibilidade parece estar assegurada. Já nos períodos em que a incerteza e o pessimismo dominam as expectativas, a credibilidade esvai-se e os investidores procuram livrar-se dos ativos adquiridos anteriormente.<sup>34</sup> Dessa forma, antes de a crise tornar-se sistêmica, as tesourarias dos bancos e os investidores rechearam suas carteiras de títulos públicos – por exemplo, da Grécia – a juros pouco superiores aos da Alemanha. Essas compras tinham por motivação, de um lado, o fato de que estes não levavam em conta a inconsistência do euro como moeda e, de outro lado, a convicção de que o BCE atuaria como emprestador de última instância em caso de necessidade, mesmo que essa função não estivesse nem de longe contemplada no Tratado de Maastricht.

Ademais da credibilidade dos governos e de suas políticas macroeconômicas, outros fatores influem na precificação desses títulos. Todos estes têm origem nos mercados, sendo o mais significativo a avaliação de riscos de crédito. No sistema financeiro dominado pelos mercados (*market-led finance*), a necessidade de informação dos agentes amplia-se consideravelmente. O acesso generalizado à informação – em particular, a que permite avaliar a hígidez financeira e os riscos de crédito de empresas, bancos e países – passa a desempenhar papel essencial. Em teoria, o acesso amplo à informação permitiria que todos os agentes dos mercados financeiros tomassem suas decisões operacionais com base nos mesmos elementos (Farhi e Cintra, 2002). Desenvolvem-se diversos mecanismos – alguns bastante recentes –, que buscam atenuar tais assimetrias de informação, de forma a facilitar a precificação dos ativos, ao torná-los mais homogêneos e comparáveis entre si.

---

34. Não se pode deduzir da afirmação referida no parágrafo que tal comportamento seja unânime entre os investidores. No caso dos mercados de títulos públicos, já em 1984, surgiu o termo *bond vigilantes*, para designar os agentes que vendem títulos públicos sempre que acreditam que o governo emitente pode ser incapaz de honrar suas dívidas, temem um episódio inflacionário ou antevêm desvalorização da moeda de sua denominação.

Empresas privadas (*credit rating agencies*) com o objetivo específico de fornecer indicadores comparativos dos riscos de um universo de títulos de dívida (classificações de riscos de crédito)<sup>35</sup> das empresas passaram, posteriormente, a avaliar os países que buscavam obter recursos nos mercados financeiros. Seu crescimento atingiu taxas exponenciais, a partir dos anos 1970, com o processo de internacionalização financeira e de securitização de dívidas públicas e privadas. Este voltou a acentuar-se com a expansão da securitização dos ativos de crédito (*asset backed securities*) e com a aprovação e o início de implementação do Acordo de Basileia II pelos diversos países, que incorporaram os *ratings* de três maiores agências<sup>36</sup> nas regras de aferição dos riscos de crédito dos bancos. Em decorrência, os *ratings* dessas agências adquiriram caráter institucional, o que aumentou sua importância.

Conquistar o grau de investimento pelas grandes agências internacionais de classificação de risco – tais como a Moody's, a Standard and Poor's ou a Fitch Ratings – continua sendo considerado um marco para uma empresa ou um país, uma vez que uma emissão classificada como *investment grade* terá maior facilidade de acesso ao crédito a custos menores. Com efeito, muitas entidades (corretoras, bancos, fundos de mercado monetário, companhias seguradoras, fundos de pensão, entre outras), por força de seus estatutos, só podem investir em ativos considerados de baixo risco.

A atuação dessas agências depende, em grande medida, de sua reputação. Tal reputação foi seriamente abalada pelos fiascos de sua atuação na crise dos países do Sudeste Asiático em 1997, nos episódios de contabilidade fraudulenta de empresas como a Enron e a WorldCom no período 2001-2002 e, de forma muito mais acentuada, na crise das hipotecas *subprime*.

Paradoxalmente, no decorrer da terceira fase da crise, as agências de *rating* tiveram papel de destaque. Seus anúncios de rebaixamento das classificações de risco soberano eram muito temidos pelos governos europeus, às voltas com pressões crescentes sobre

35. O risco de crédito resulta da possibilidade de que uma – ou mais de uma – das contrapartes não cumpra suas obrigações contratuais, o que ocasiona perdas do principal para o(s) parceiro(s).

36. Apesar de o setor *rating* ter se desenvolvido ao longo do tempo e contar com cerca de 130 agências em todo o mundo, as três principais agências (Moody's, Standard and Poor's e Fitch Ratings) ainda dominam o mercado. A predominância dessas agências deve-se, principalmente, ao fato de que estas são reconhecidas pela supervisão bancária em todos os países desenvolvidos, para fins de regulação prudencial.



a moeda única e os títulos públicos de diversos Estados-membros da UEME. Todas as vezes que tal anúncio foi efetuado, os preços dos ativos desses países sofreram fortes baixas, enquanto os juros dos títulos da dívida soberana se elevavam.

A Grécia foi a primeira a experimentar uma série de rebaixamentos de classificação de risco de crédito, tornando-a incapaz de levantar dinheiro nos mercados internacionais e levando-a a recorrer a um mecanismo de resgate, para evitar uma moratória. Irlanda e Portugal tiveram um destino semelhante. Estados-membros maiores, como a Itália e a Espanha, também sofreram tais rebaixamentos no primeiro semestre de 2012.

Os governos europeus reagiram de forma contraditória. De um lado, apressaram-se em afirmar que sua classificação de riscos não estava em questão; de outro lado, dirigiram acerbos críticas às agências de *rating*, ao relembrares suas falhas e sublinharem sua responsabilidade na eclosão da crise. Nos últimos quatro anos, diversos projetos de lei foram elaborados pelo Conselho Europeu para reduzir a influência dessas agências, mas esses projetos acabaram sendo rejeitados ou tiveram seu escopo reduzido pelo Parlamento Europeu, por pressões dos agentes dos mercados financeiros (Jones, 2012). A eficiência dessas pressões ressalta o fato de que as convicções neoliberais levaram os Estados a conferir às agências de *rating* sua importância institucional e que escaramuças, como as verificadas nesse episódio, não foram suficientes para promover grandes alterações de abordagem. Há tempos, os mercados financeiros vinham demonstrando seu ceticismo em relação às classificações de riscos soberanos no momento de precificar emissões. As classificações de riscos implícitas nos rendimentos de títulos de dívidas soberanas divergiam, frequentemente, das estabelecidas pelas agências. Assim, embora os *ratings* tenham se tornado um pré-requisito para as emissões soberanas no mercado internacional de bônus, sua influência nos preços de mercado é bem mais limitada (Cantor e Parker, 1995).

Em seu lugar, tem se afirmado outro mecanismo de mercado que precifica o custo de obter-se um “seguro” contra a possibilidade de inadimplência. Trata-se dos *credit default swaps* (CDS), derivativos de balcão pelos quais o comprador de proteção paga um prêmio ao vendedor de proteção que – por período previamente determinado – assume o risco de crédito de um título. São negociados CDS das dívidas soberanas de países

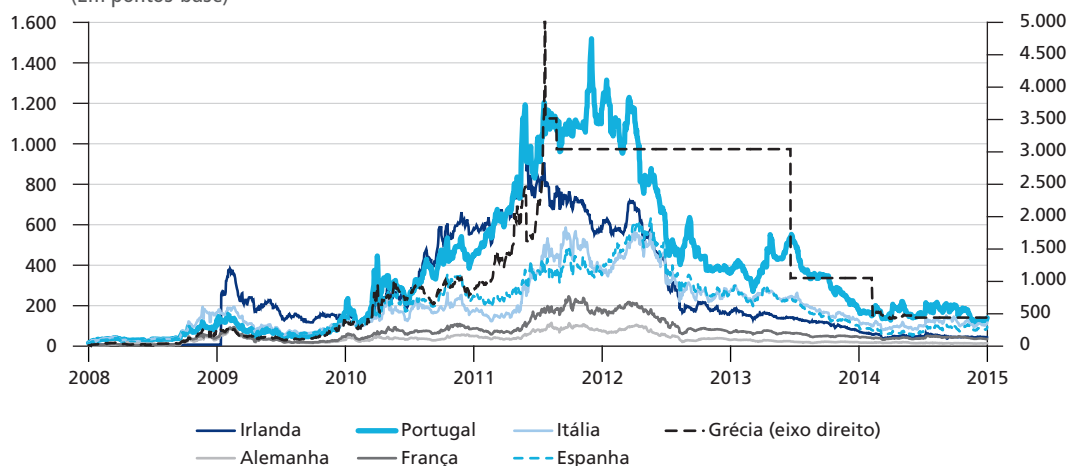
cujos títulos da dívida pública são negociados nos mercados internacionais. Os CDS apresentam diversos vencimentos, dos quais o mais líquido é o de cinco anos. Mas, em total oposição ao mecanismo de seguros, é possível nesse mercado adquirir “proteção” contra a inadimplência do emitente de um ativo que não se possui (*naked CDS*). Isso transforma a operação em aposta especulativa que terá resultados financeiros positivos quando piora a percepção na solvência de um emitente. Os preços nos mercados à vista dos ativos subjacentes aos *credit default swaps* – como os títulos públicos e os ligados às dívidas corporativas ou às ações – sofrem forte influência dos preços desse instrumento.

No início da terceira fase da crise, os preços dos CDS baseados nas dívidas soberanas dos países do GIIPS elevaram-se acentuadamente (gráfico 7), o que indica a percepção dos mercados de maior risco de inadimplência. Em decorrência, os mercados de CDS foram acusados de contribuir para piorar ainda mais a situação na Zona do Euro, ao provocar aumento ainda maior dos custos de financiamento dos países visados pelos mercados (Delatte, Gex e López-Villavicencio, 2012).

GRÁFICO 7

CDS de cinco anos das economias europeias (diário): Grécia, Irlanda, Portugal, Itália, Espanha, Alemanha e França (2008-2015)

(Em pontos-base)<sup>1</sup>



Fonte: Bloomberg.

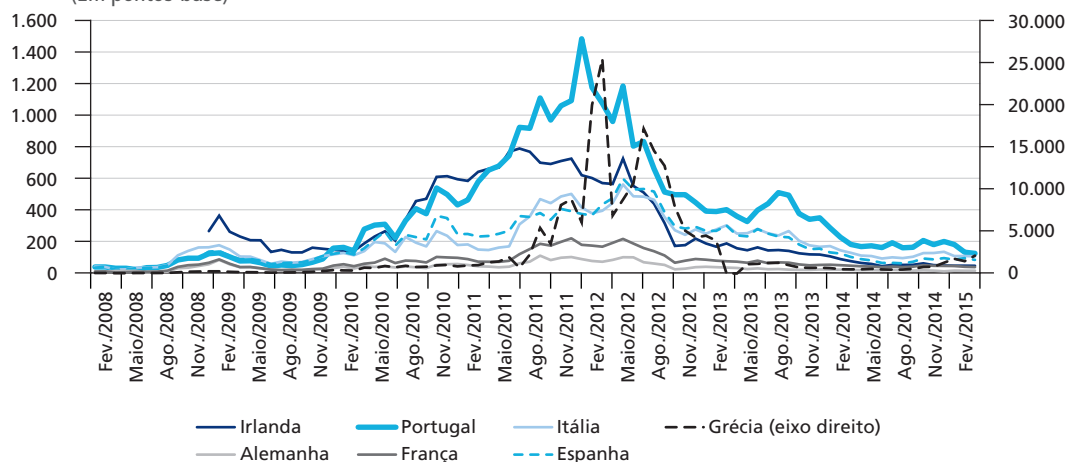
Nota: <sup>1</sup> 1.000 pontos-base = 1%.

Obs.: 1. Agradece-se ao apoio de Giovanni Roriz Lyra Hillebrand na captura dos dados.

2. Dada a elevada da incerteza sobre o caso grego, o registro das informações diárias dos CDS ficou prejudicado.

3. A partir do dia 2 de cada mês.

GRÁFICO 8  
**CDS de cinco anos das economias europeias (mensal): Grécia, Irlanda, Portugal, Itália, Espanha, Alemanha e França (2008-2015)**  
 (Em pontos-base)



Fonte: Bloomberg.

Obs.: 1. Agradece-se ao apoio de Giovanni Roriz Lyra Hillebrand na captura dos dados.

2. Os dados mensais da Irlanda somente estão disponíveis a partir de 2009.

3. A partir do dia 1º de cada mês.

As atenções das autoridades voltaram-se, mais especificamente, para a especulação baseada em posições em *naked* CDS, aqueles em que os compradores de proteção – identificados como sendo grandes *hedge funds* internacionais – não possuem o ativo de referência. Em outubro de 2011, após longo tempo de tratativas, o Parlamento Europeu aprovou o banimento da utilização desses CDS específicos “para prevenir novos ataques especulativos” (Alloway, 2011, tradução nossa). Esse banimento entrou em vigor em novembro de 2012.

Em função dessa legislação, investidores dispostos a comprar proteção por intermédio de CDS soberanos, em um país da União Europeia, devem possuir os títulos subjacentes ou carteira de ativos correlacionados com o valor das dívidas soberanas. Os CDSs lastreados em ativos de empresas estão excluídos da proibição – incluindo-se os dos bancos, embora, em função da crise, estes tenham passado a refletir o sentimento do mercado sobre os riscos soberanos. Os mercados de CDS soberanos de países europeus passaram a negociar volumes menores, à medida que se aproximava a entrada em vigor do banimento dos *naked* CDS.

O *default* da Grécia, em novembro de 2012, marcou um dos pontos críticos da relação entre Estados e mercados na União Europeia. A discussão organizou-se em torno

de dois eixos principais. O primeiro dizia respeito aos CDS, mais especificamente à decisão de evitar que esse *default* fosse considerado como um evento que permitisse aos compradores de proteção exercer seu direito de receber o valor segurado dos vendedores de proteção. A solução encontrada foi considerar o corte em 50% do valor devido como sendo voluntário (Bowman, 2011). Para viabilizar essa solução, agregou-se, *ex-post* – com base na lei do país emitente –, uma cláusula de ação coletiva (*collective action clause* – CAC)<sup>37</sup> aos títulos da dívida pública grega (Cotterelli, 2011; Koutras, 2012). Nessas condições, os vendedores de proteção não tiveram de pagar o “seguro” embutido nos CDS. Essa decisão acelerou ainda mais a perda de importância dos CDS lastreados em dívidas soberanas europeias. O segundo eixo estabeleceu inédita distinção entre credores públicos e privados. Com efeito, só os credores privados foram atingidos pela redução de 50% do principal dos títulos, enquanto os credores oficiais de outros Estados-membros da Área do Euro, o FMI e o BCE – que, à época, detinham quase metade da dívida pública grega (Greek..., 2011) – não foram afetados por esta.

Esse foi o pior enfrentamento entre Estados e mercados no decorrer da crise do euro, em que os primeiros usaram seu poder para impingir pesados prejuízos aos segundos. Mas este não poderia tornar-se um novo padrão, na medida em que não se altera a forma de financiamento das dívidas públicas que continua passando pelos mercados. Assim, tão logo ressurgiu a necessidade de suscitar expectativas positivas nos agentes de mercados, o tratamento preferencial dos credores públicos foi reposto em questão. Ao anunciar, em setembro de 2012, os detalhes do programa de compra de títulos públicos (OMT), o presidente do BCE, Mario Draghi, afirmou que a instituição renunciava à sua condição privilegiada de credor preferencial para todos os novos títulos a serem adquiridos (Fitch, 2012).

Até a falência do Lehman Brothers, em 2008, ápice da primeira fase da crise, a forte demanda pelos títulos da dívida pública garantiu convivência relativamente pacífica entre Estados e mercados. Mas essa foi uma convivência eivada de escaramuças. Escaramuças ou combates propriamente ditos entre Estados e mercados têm sempre uma clara expressão nos preços dos títulos da dívida pública. Os mercados definem quanto estão dispostos a pagar por esses títulos. Quanto mais baixos os preços dos títulos, mais altas serão as taxas de juros que o Estado terá de pagar para financiar sua dívida. Essa forte demanda foi acentuada pelas disposições dos Acordos de Basileia

37. Essa cláusula permite que, com a aprovação de dois terços dos detentores, títulos portadores de dívida possam ser alterados e que essa alteração seja estendida ao conjunto dos detentores, inclusive os que não aderirem a esta.

I e II, que consideravam que os bancos podiam manter esses títulos em seus balanços como ativos sem risco – ou seja, ativos que não geravam a necessidade de reservas prudenciais em capital.

Nas escaramuças, os mercados podem precificar os títulos da dívida pública, de forma a provocar impactos não desejados pela autoridade monetária. Assim, por exemplo, em 2004, quando o Fed voltou a elevar a taxa básica de juros, verificaram-se fortes quedas dos preços dos títulos portadores de juros e das ações e fugas de capitais das economias emergentes, apesar da confirmada expansão da economia internacional. Da mesma forma, quando os investidores consideram que a condução da política monetária acarreta mais pressões inflacionárias, assumem posições que resultam em alta dos juros dos títulos de mais longo prazo, provocando, assim, algum aperto nas condições monetárias.

Já nos combates, a falta de confiança dos mercados na capacidade de o país honrar sua dívida pública leva a sucessivas quedas dos preços de seus títulos. Tais combates podem tornar-se uma guerra mortífera e autoalimentada, a partir do momento em que a percepção negativa dos investidores impuser taxas de juros consideradas insustentáveis.<sup>38</sup> Guerras desse tipo vitimaram – em 2010 e 2011 –, as dívidas públicas da Grécia, da Irlanda e de Portugal, que tiveram de ser resgatadas pela União Europeia, em troca do compromisso de aplicar um severo programa de contração fiscal. Outras passaram a ser travadas, em meados de 2012, em relação às dívidas da Espanha e da Itália. O tratamento dispensado aos mercados na reestruturação da dívida grega chegou a ser considerado como ameaça de ataque nuclear, com os investidores recusando-se a adquirir títulos da dívida pública espanhola e italiana por temor a uma efetivação dessa ameaça.

Mercados financeiros reagem – e, frequentemente, sobre-reagem – a mudanças nas expectativas dos agentes de mercado. O anúncio e o detalhamento do novo programa da autoridade monetária europeia, que exprime postura totalmente distinta da anterior, tiveram profundo e duradouro impacto nessas expectativas, que passaram a considerar como muito mais remota a possibilidade de ruptura da Zona do Euro.

---

38. Não existe patamar fixo para que as taxas de juros de mercado sejam consideradas impossíveis de serem pagas. Tal nível é, em grande parte, estimado em função das expectativas de crescimento da economia. Quanto maior for essa taxa, maior será a arrecadação tributária, o que melhora as expectativas de solvência da dívida pública. Outro fator de peso é a taxa de inflação. Na maior parte dos países, os juros dos títulos públicos são nominais; uma taxa mais elevada de inflação aumenta a arrecadação e permite pagar a dívida mais facilmente.

## REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. **Macroeconomie financiere**. Paris: Decouverte, 1995.
- \_\_\_\_\_. The European vortex. **New Left Review**, n. 75, p. 15-75, May-June, 2012.
- AGLIETTA, M.; ORLEAN, A. **La violence de la monnaie**. Paris: Université de France, 1982.
- ALLEN, W. A. **Government debt management and monetary policy in Britain since 1919: in threat of fiscal dominance?** Basle: BIS, 2012. (BIS Papers, n. 65). Disponível em: <<http://goo.gl/U8CuA7>>.
- ALLOWAY, T. Eurozone crisis piles pressure on credit default swaps. **Financial Times**, 9 Nov. 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/iaxFiJ>>.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. Will the euro bring economic crisis to Europe? **Jerome Levy Economics Institute**, New York, Mar. 2001. (Working Paper, n. 322).
- BARTHE, M. A. **Economie de l'Union Européenne**. 2. ed. Paris: Economica, 2003.
- BERNANKE, B. S. Some thoughts on monetary policy in Japan. **The Federal Reserve Board**, Tokyo, 21 May 2003. Disponível: <<http://goo.gl/ZHHNVJ>>.
- \_\_\_\_\_. **Transcript of chairman Bernanke's press conference**. Washington, 13 Sept. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/l5LpMk>>.
- BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Issues in the governance of central banks**. Washington: BIS, May 2009. Disponível em: <<http://goo.gl/6ufgNO>>.
- \_\_\_\_\_. **Quarterly review**. Washington: BIS, Dec. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/HoJeK5>>.
- BOE – BANK OF ENGLAND. **Inflation report**. London: BOE, Aug. 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/JQKwdI>>.
- BOWMAN, L. ISDA: 50% Greek haircut 'voluntary', likely no credit event for CDS, **Euromoney**, 27 Oct. 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/Cbp0W6>>.
- CANTOR, R.; PARKER, F. Sovereign credit ratings. **Economics and Finance**, v. 1, n. 3, p. 1-6, June, 1995.
- CANUTO, O.; LEIPZIGER, D. M. (Eds.). **Ascent after decline: regrowing global economies after the great recession**. Washington: World Bank, 2012.
- CARVALHO, F. J. C. A crise da dívida soberana da Área do Euro e a depressão dos anos 2010. *In*: MODENESI, A. M. *et al.* (Orgs.). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- CHESNAIS, F. Introduction general. *In*: CHESNAIS, F. (Coord.). **La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux**. Syros: Paris, 1996.

\_\_\_\_\_. (Org.). **La finance mondialisee: racines sociales et politiques, configuration, consequences**. Paris: Decouverte, 2004.

CHOUDHURY, A.; KOPECKI, D. JPMorgan slips on report trading loss widened to \$ 9 billion, **Bloomberg News**, 28 June 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/vkflJP>>.

CINTRA, M. A. M. **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro**. 1997. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.

CIMILLUCA, D. Bank of England faces fresh Libor Pressure. **Wall Street Journal**, 17 Feb. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/xw5s5g>>.

CLARKE, J.; JONES, A.; CAMERON, A.: The global economic crisis and the cohesion of Europe. **Eurasian Geography and Economics**, v. 51, n. 1, p. 35-51, 2010.

CLARIDA, R.; GERTLER, M.; GALÍ, J. Monetary policy rules in practice: some international evidence. **European Economic Review**, v. 42, n. 6, p. 1033-1067, 1998.

\_\_\_\_\_. Monetary policy rules and macroeconomic stability: theory and some evidence. **Quarterly Journal of Economics**, v. 115, n. 1, p. 147-180, 2000.

COTTARELLI, C. **Limiting central bank credit to the government: theory and practice**. Washington: IMF, 1993. (Occasional Paper, n. 110).

COTTERELLI, J. Meanwhile, in Greek haircut plans. **FTAlphaville**, 7 Nov. 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/HLiQ3p>>.

CUKIERMAN, A. **Central bank strategy, credibility, and independence: theory and evidence**. Cambridge: MIT Press, 1992.

DE GRAUWE, P. Why the EU summit decisions may destabilise government bond markets, **Voxeu**, 2 July 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/mImZxx>>.

DELATTE, L.; GEX, M.; LÓPEZ-VILLAVICENCIO, A. Has the CDS market influenced the borrowing cost of European countries during the sovereign crisis? **Journal of International Money and Finance**, v. 31, n. 3, p. 481-497, Apr. 2012.

DEQUECH, D. Is money a convention and/or a creature of the State? The convention of acceptability, the State, contracts, and taxes. *In*: CONGRESSO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 5., 2012. São Paulo: EESP, 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/P3kpwI>>.

DEUTSCHE BANK RESEARCH. **Interactive map European banking markets**. Frankfurt: Deutsche Bank Research, 2010. Disponível em: <<http://goo.gl/tCrCUy>>.

DULLIEN, S.; FRITSCH, U. **How bad is divergence in the Euro-Zone? Lessons from the United States of America and Germany**. Hamburg: University of Hamburg, 2006. (Macroeconomics and Finance Series, Discussion Papers, n. 5). Disponível em: <<http://goo.gl/XWxl0Y>>.

DULLIEN, S.; GUÉROT, U. **The long shadow of ordoliberalism**: Germany's approach to the euro crisis. London: ECFR, 2012. (Policy Brief).

EIFFINGER, S.; HOOGDUIJN, L. **The ECB in (the) crisis**. Amsterdam: DSF, June 2012. (DSF Policy Paper Series, n. 22). Disponível em: <<http://goo.gl/Vbclnf>>. EINCHEGREEN, B. **Globalizing capital**: a history of the international monetary system. Princeton: Princeton University Press, 1996.

EVANS-PRITCHARD, A. Deposit flight from Spanish banks smashes record in July. **The Telegraph**, 28 Sept. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/bvqnzD>>.

FARHI, M. **O futuro no presente**: um estudo dos mercados de derivativos financeiros. 1998. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.

\_\_\_\_\_. Os dilemas da política econômica no “pós-crise”. In: CINTRA, M. A. M.; GOMES, K. R. (Orgs.). **As transformações no sistema financeiro internacional**. Brasília: Ipea, 2012. v. 1, p.123-176.

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. O acesso às informações: classificação de riscos, auditorias e contabilidade. **Pesquisa e Debates**, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 85-111, 2002.

FISHER, I. The debt deflation theory of great depressions, **Econometrica**, v. 1, n. 4, p. 333-357, 1933. Disponível em: <<http://goo.gl/zaEkNY>>.

FITCH RATINGS. **ECB seniority clarification positive for euro sovereigns**, 7 Sept. 2012. Disponível em: <<https://goo.gl/i92Bj6>>.

FREITAS, M. C. **Crise na Área do Euro**. São Paulo: Fundap, 16 dez. 2011. (Boletim de Economia, n. 2). Disponível em: <<http://goo.gl/j0Um6D>>.

FRIEDMAN, M. **Optimum quantity of money**. Chicago: Aldine Publishing Company, 1969.

FRIEDMAN, M.; SCHWARTZ, A. J. **A monetary history of the United States, 1867-1960**. New Jersey: Princeton University Press, 1971.

GOODMAN, D.; JENKINS, K. German, French yields fall to records as deposits at ECB decline. **Bloomberg**, 12 July 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/40uzu9>>.

GRABEL, I. **The political economy of policy credibility**: the new-classical macroeconomics and the remaking of emerging economies. England: Kellogg University, June 1999. (Working Paper, n. 269). Disponível em: <<http://goo.gl/JW2iET>>.

GREEK debt: everyone's problem. **The Economist**, 22 July 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/tsiJtq>>.

GRILLI, V. D.; MASCIANDARO, D.; TABELLINI, G. Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries. **Economic Policy**, v. 6, n.13, p. 341-392, Oct.1991.



- HAYEK, F. **The constitution of liberty**. Chicago: University of Chicago Press, 1960.
- HELLEINER, E. **States and the reemergence of global finance, from Bretton Woods to the 1990's**. Ithaca: Cornell University Press, 1994.
- HELM, L. **The ECB's securities markets programme: an analysis of economics, law and central bank independence**. Bruges: College of Europe, Feb. 2012. Disponível em: <<https://goo.gl/WTRdqJ>>.
- HETZEL, R. L.; LEACH, R. F. The treasury-fed accord: a new narrative account. **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, v. 87, n. 1, p. 33-55, 2001. Disponível em: <<http://goo.gl/phY2Ff>>.
- HSBC chief quits in front of US Senate. **London Evening Standard**, 18 July 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/cT6o5b>>.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. Coping with high debt and sluggish growth. *In*: **World Economic Outlook**. Washington: IMF, Oct. 2012. Disponível em: <<https://goo.gl/cIP39R>>.
- Transitions and tensions. **World Economic Outlook**, Washington, Oct. 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/ot6Bfw>>.
- \_\_\_\_\_. Updated. **World Economic Outlook**. Washington, Jan. 2014a. Disponível em: <<http://goo.gl/I9jVCa>>.
- \_\_\_\_\_. Legacies, clouds, uncertainties. **World Economic Outlook**, Washington, Oct. 2014b. Disponível em: <<http://goo.gl/HmaHi4>>.
- JÁCOME, L. I. *et al.* **Central bank credit to the government: what can we learn from international practices?** Washington: IMF, Jan. 2012. (Working Papers, n. 12/16).
- JOHNSON, S. The Federal Reserve and the Libor scandal. **The New York Times**, 19 July 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/xSh9qs>>.
- JONES, H. EU lawmakers dilute rating agency plan. **Reuters**, 19 June 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/XevyNH>>.
- KESARIOS, G. Are elevated asset prices enough to revive the economy? **Seeking Alpha**, 14 Sept. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/fDjxt0>>.
- KOUKOULAS, S. ECB's unlimited bond buy: what happens now. **Business Spectator**, 7 Sept. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/NC94Rv>>.
- KOUTRAS, A. Greek law on the CAC's. **Andreas Koutras Blogspot**, 22 Feb. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/KutChx>>.
- KREGEL, J. **The Libor scandal: the fix is in the Bank of England did it!** New York: Levy Economics Institute of Bard College, 2012a. (Policy Note, n. 9).
- \_\_\_\_\_. **Six lessons from the euro crisis**. New York: Levy Economics Institute of Bard College, 2012b. (Policy Note, n. 10).

- KRUGMAN, P. **The conscience of a liberal**. New York: W.W. Norton & Co., 2007.
- KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473-492, June 1977.
- LEONE, A. Effectiveness and implications of limits on central bank credit to the government. *In*: DOWNES, P.; VAEZ-ZADEH, R. (Eds.). **The evolving role of central banks**. Washington: IMF, 1991.
- LINSELL, K. European banks' dollar funding costs decline to seven-week low. **Bloomberg**, 16 July 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/AWWqTO>>.
- LOKEY, C. Stimulus honeymoon ends: doubts return to sovereign debt market. **Seeking Alpha**, 14 Sept. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/Gf72GN>>.
- LOPREATO, F. **Caminhos da política fiscal do Brasil**. 2011. Tese (Livre Docência) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.
- LUCAS JUNIOR, R. E.; SARGENT, T. J. After Keynesian macroeconomics. *In*: **After the Phillips curve**: persistence of high inflation and high unemployment. Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1978. (Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, n. 19). Disponível em: <<http://goo.gl/TZrF4x>>.
- MAZZUCHELLI, F. **Os anos de chumbo**: notas sobre a economia e a política internacional no entreguerras. Campinas: Editora Facamp, 2008.
- MINSKY, H.P. **Can it happen again?** Essays on instability and finance. New York: Routledge, 1982.
- \_\_\_\_\_. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MIRANDA, J. C. Três ensaios sobre a integração europeia. *In*: CALIXTRE, A. B.; BIANCARELLI, A. M.; CINTRA, M. A. M. (Eds.). **Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2014.
- MOESSNER, R.; TURNER, P. Threat of fiscal dominance? **BIS Papers**, Basle, n. 65, May 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/gbSJ6e>>.
- NOONAN, L.; TAYLOR, E. ECB faces test of its own as Europe braces for landmark banking review. **Reuters**, 25 Oct. 2014a. Disponível em: <<http://goo.gl/ZDhBqd>>.
- \_\_\_\_\_. ECB fails 25 banks in health check but problems largely solved. **Reuters**, 26 Oct. 2014b. Disponível em: <<http://goo.gl/EiXRtG>>.
- NORTHCOTT, M. Eurozone members' economies diverge. **Management Today**, 8 June 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/aAVeOQ>>.
- PETTIS, M. Breaking up (the euro) is hard to do. **Business Spectator**, 20 July 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/EDHP9z>>.
- POCH, R. Alemanha en la “Gran Desigualdad”. **La Vanguardia**, Madrid, 19 jun. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/CAIcMp>>.

PRATES, D. M. **Crises financeiras dos países “emergentes”**: uma interpretação heterodoxa. 2002. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

\_\_\_\_\_. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 263-288, maio/ago. 2005.

RABREAU, M. Libor: le scandale qui fait trembler la planète finance. **Le Figaro**, 6 juil. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/cWUqLc>>.

REIERMANN, M.; SAUGA, M.; SEITH, A. German Central Bank opposes euro strategy. **Der Spiegel**, 27 Aug. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/qEpWbO>>.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **This time Is different**: eight centuries of financial folly. Princeton: Princeton University Press, 2009.

SHELLER, H. P. **The European Central Bank**: history, role and functions. Frankfurt: ECB, 2006. Disponível em: <<http://goo.gl/OYIY75>>.

SIFAKIS-KAPETANAKIS, C. Macroeconomic asymmetry and imbalance in the Eurozone. *In*: CONFERENCE OF THE RESEARCH NETWORK MACROECONOMICS AND MACROECONOMIC POLICIES (FMM), 15., Berlin, 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/oAQ6vZ>>.

SILVER-GREENBERG, J. Regulator says British Bank helped Iran hide deals. **The New York Times**, 7 Aug. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/cJVCvo>>.

SIRLETTI, S.; MUNOZ, M. Banks in Italy and Spain take more than 45% of ECB loans. **Bloomberg**, 19 Sept. 2014.

SOROS, G. Remarks at the Festival of Economics. Trento, Itália, **George Soros Blog**, 2 June 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/GbkPWg>>.

SUMMERS, L. Transcript of Larry Summers speech at the IMF economic forum. **Facebook**, 8 Nov. 2013. Disponível em: <<https://goo.gl/4AyBKD>>.

TAKEMOTO, Y. Senior Japan official calls for Abe to delay sales-tax hike. **Reuters News**, 26 Oct. 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/UxijV6>>.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Stanford, n. 39, p. 195-214, 1983. Disponível em: <<http://goo.gl/RTTNWN>>.

THORNTON, D. L. **Monetizing the debt**. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2010. (Economic Synopses, n. 14). Disponível em: <<https://goo.gl/RJQqas>>.

TURNER, A. Debt, money and Mephistopheles: how do we get out of this mess? **Cass Business School**, London, 6 Feb. 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/dG3Lbr>>.

UE – UNIÃO EUROPEIA. Protocolo no 4. Relativo aos estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu. **Jornal Oficial da União Europeia**, 30 mar. 2010. Disponível em: <<http://goo.gl/UxF6Dz>>.

- VON MISES, L. V. **Uma crítica ao intervencionismo**. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1987 (1930).
- WAITING for growth. **Financial Times**, London, 12 Apr. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/rdpthD>>.
- WOOD, R. The case for ‘deficit monetisation’ and greater cooperation between central banks and ministries of finance. **Voxeu**, 18 Aug. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/RaD1I3>>.
- WRAY, R. **The return of big government**. New York: The Levy Economics Institute of Bard College, 2009. (Public Policy Brief, n. 99). Disponível em: <<http://goo.gl/Ng1N3s>>.

#### BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

- A BIGGER bazooka. **The Economist**, 31 Oct. 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/vBfK8P>>.
- BERNANKE, B. S. **Essays on the great depression**. Princeton: Princeton University Press, 2000.
- \_\_\_\_\_. **Transcript of chairman Bernanke’s press conference**. Washington, 12 Dec. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/Pz7W5d>>.
- \_\_\_\_\_. Monetary policy since the onset of the crisis. *In*: JACKSON HOLE ECONOMIC SYMPOSIUM, Jackson Hole, Wyoming, 31 Aug. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/SnwnMM>>.
- ECB – EUROPEAN CENTRAL BANK. **The ECB’s response to the crisis**. Germany: ECB, 30 Jul. 2012.
- GEDDIE, J. ECB may struggle to buy enough corporate bonds. **Reuters News**, 24 Oct. 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/pRTvHt>>.
- GOODFRIEND, M. Clarifying central bank responsibilities for monetary policy, credit policy, and financial stability, shadow open market committee. **E21**, Washington, 26 Mar. 2010.
- GOODFRIEND, M.; KING, R.G. The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *In*: NBER MACROECONOMICS ANNUAL CONFERENCE, 12., 1997. Cambridge: NBER, 1997.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **International capital markets: developments, policies and issues**. Washington: IMF, 1994.
- MELTZER, A. **A history of the Federal Reserve**. Chicago: University of Chicago Press, 2002. v. 1: 1913-1951.
- REICH, R. The Ongoing war: after the battle over the cliff, the battle over the debt ceiling. **EconoMonitor**, 2 Jan. 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/5xQDXm>>.
- SERRANO, F. Relações de poder e política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. *In*: FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004.
- STEEN, M. All eyes on Draghi over bond proposal. **Financial Times**, 4 Sept. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/IMhkWy>>.

## APÊNDICE

TABELA A.1

### Tamanho do mercado de capitais: indicadores selecionados (2013)

(Em bilhões de dólares americanos, salvo quando assinalado)

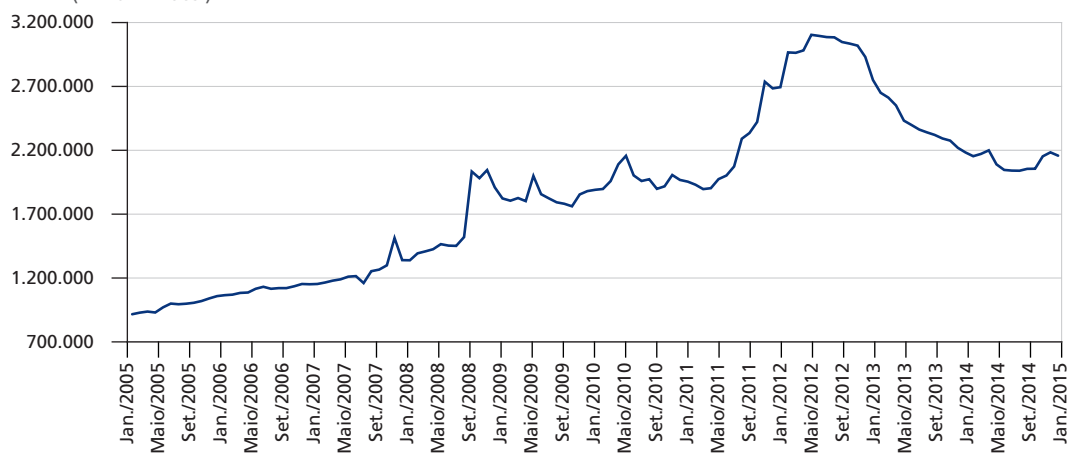
	PIB	Reservas	Ações	Titulos de	Ativos dos	Debêntures, debêntures, ações e ativos assets dos bancos	Debêntures, ações e ativos assets dos bancos (em % do PIB)
		totais	Valor de	dívida			
		Menos ouro	mercado	Total			
Mundo	74.699,3	12.129,7	62.552,0	99.788,8	120.421,6	282.762,4	378,5
União Europeia	16.286,9	570,0	12.646,3	30.072,5	44.871,4	87.590,2	537,8
Área do euro	12.874,1	331,0	7.539,2	22.478,9	32.394,2	62.412,3	484,8
América do Norte	18.594,8	205,4	24.417,8	39.130,0	19.809,5	83.357,3	448,3
Canadá	1.826,8	71,8	2.137,1	2.187,6	3.881,7	8.206,4	449,2
Estados Unidos	16.768,1	133,5	22.280,7	36.942,4	15.927,8	75.150,9	448,2
Japão	4.898,5	1.237,2	4.599,3	12.243,6	11.422,5	28.265,4	577,0
Países da UE							
Áustria	416,1	12,5	121,8	658,8	1.502,8	2.283,4	548,8
Bélgica	508,3	18,1	366,7	776,5	1.162,6	2.305,8	453,7
Dinamarca	330,6	86,1	320,4	901,0	1.174,9	2.396,3	724,8
Finlândia	267,4	9,4	218,1	310,4	544,3	1.072,8	401,2
França	2.807,3	50,8	2.140,1	4.756,7	8.178,3	15.075,0	537,0
Alemanha	3.636,0	67,4	2.030,4	4.356,9	8.281,5	14.668,8	403,4
Grécia	241,8	1,4	82,6	222,1	560,9	865,6	358,0
Irlanda	232,2	1,4	168,1	1.195,6	1.021,4	2.385,1	1.027,4
Itália	2.072,0	50,8	631,1	4.074,3	2.986,2	7.691,6	371,2
Luxemburgo	60,4	0,9	78,6	841,5	983,8	1.903,9	3.152,1
Holanda	853,8	22,6	818,6	2.377,8	2.514,8	5.711,2	668,9
Portugal	220,1	2,8	85,9	395,5	636,4	1.117,7	507,9
Espanha	1.358,7	35,4	774,8	2.389,2	3.834,4	6.998,3	515,1
Suécia	558,9	60,5	751,3	848,9	1.019,6	2.619,8	468,7
Reino Unido	2.523,2	92,4	4.035,4	5.843,8	10.282,6	20.161,7	799,0
Economias recém industrializadas							
Ásia	2.365,5	1.342,5	6.252,7	2.566,8	5.228,7	14.048,1	593,9
Economias emergentes							
Ásia	13.750,4	4.679,1	6.024,8	5.796,6	22.612,2	34.433,6	250,4
América Latina e Caribe	5.748,7	802,9	2.183,6	3.564,8	3.761,2	9.509,6	165,4
Oriente Médio e Norte da África	3.127,3	1.396,8	1.114,3	236,6	1.927,5	3.278,4	104,8
África Sub-Sahariana	1.575,9	204,2	609,1	244,7	579,6	1.433,4	91,0
Europa	4.710,7	912,2	1.301,0	1.383,6	2.901,9	5.586,5	118,6

Fonte: *Global Financial Stability Report* do FMI, out. 2014.

GRÁFICO A.1

**ECB**

(Em € milhões)



Elaboração do autor.

Obs.: A partir do dia 1º de cada mês.

## **Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

### **Assessoria de Imprensa e Comunicação**

#### **EDITORIAL**

##### **Coordenação**

Cláudio Passos de Oliveira

##### **Supervisão**

Everson da Silva Moura

Leonardo Moreira Vallejo

##### **Revisão**

Clícia Silveira Rodrigues

Idalina Barbara de Castro

Marcelo Araujo de Sales Aguiar

Olavo Mesquita de Carvalho

Regina Marta de Aguiar

Reginaldo da Silva Domingos

Ana Clara Escórcio Xavier (estagiária)

Hislla Suellen Moreira Ramalho (estagiária)

Lilian de Lima Gonçalves (estagiária)

Lynda Luanne Almeida Duarte (estagiária)

Luiz Gustavo Campos de Araújo Souza (estagiário)

Paulo Ubiratan Araujo Sobrinho (estagiário)

##### **Editoração**

Aeromilson Trajano de Mesquita

Bernar José Vieira

Cristiano Ferreira de Araújo

Danilo Leite de Macedo Tavares

Herllyson da Silva Souza

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

##### **Capa**

Danielle de Oliveira Ayres

Flaviane Dias de Sant'ana

##### **Projeto Gráfico**

Renato Rodrigues Bueno

*The manuscripts in languages other than Portuguese published herein have not been proofread.*

##### **Livraria Ipea**

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo

70076-900 – Brasília – DF

Tel.: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)









### **Missão do Ipea**

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.

**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

MINISTÉRIO DO  
**PLANEJAMENTO,  
DESENVOLVIMENTO E GESTÃO**

