

A hora da política fiscal? O impacto das políticas macroeconômicas nos EUA a partir da crise financeira de 2008 e lições para a crise da pandemia

Has the time come to fiscal policy? The impact of the macroeconomic policies in the USA after the 2008 financial crisis and lessons to the pandemic crisis

Thiago Antonioli*

Adriano Sampaio†

Carmem Feijó‡

Resumo

A crise financeira de 2008 pôs fim ao período da ‘grande moderação’, que consolidou o ‘novo consenso macroeconômico’ e o Regime de Metas de Inflação. A contribuição deste artigo é, com base na experiência americana, discutir a crise no arranjo convencional de política econômica que levou à adoção de medidas “não convencionais”. O novo arranjo de política econômica teve impacto sobre os balanços patrimoniais de famílias e empresas não financeiras, aprofundando o grau de financeirização da economia americana. A revisão do quadro de políticas macroeconômicas convencionais no pós-2008 culminou na adoção e reconhecimento da efetividade de medidas alternativas, em particular, políticas fiscais contracíclicas e políticas de *credit* e *quantitative easing*. O artigo conclui que as medidas adotadas durante a crise financeira não se efetivaram em mudanças significativas no arranjo convencional de política econômica posteriormente.

Palavras-chave: Crise Financeira de 2008; Novo Consenso Macroeconômico; Regime de Metas de Inflação; Política Monetária, Política Fiscal; Financeirização.

Classificação JEL: E44, E50, E60.

Abstract

The 2008 financial crisis ended the period of the ‘great moderation’, which consolidated the ‘new macroeconomic consensus’ and the Inflation Target Regime. The contribution of this article is, based on the American experience, to discuss the crisis in the conventional arrangement of economic policy that led to the adoption of unconventional measures. The review of the post-2008 framework of conventional macroeconomic policies has culminated in the adoption and recognition of the effectiveness of alternative measures, in particular as countercyclical fiscal policies and credit and quantitative easing policies. The article concludes that the measures adopted during the financial crisis did lead to significant changes in the conventional economic policy arrangement afterwards.

Keywords: 2008 Financial Crisis; New Macroeconomic Consensus; Inflation Targeting; Monetary Policy; Fiscal Policy; Financialization.

JEL Classification: E44, E50, E60.

* Doutorando no Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense (PPGE/UFF). Contato: thiagomantonioli@hotmail.com.

† Doutor pela UNICAMP e professor da Universidade Federal Fluminense (UFF). Contato: adrianovs@id.uff.br.

‡ Professora da Universidade Federal Fluminense (UFF). Contato: cbfeijo@gmail.com

1. Introdução

A crise financeira americana de 2008 levou a uma crise na macroeconomia,¹ que desde os anos 1990 foi moldada pela contribuição de diversos autores, culminando no que se convencionou chamar de “Novo Consenso Macroeconômico” (NCM).² A agenda de pesquisa da macroeconomia foi se afastando de questões como a insuficiência crônica de demanda agregada e a estagnação econômica, tornando remota, se não impossível, a possibilidade teórica de surgimento de uma recessão prolongada como a dos anos 1930. As lições em termos de políticas macroeconômicas do pós-guerra, amparadas na teoria de Keynes, ampliaram o espaço de intervenção do Estado na economia, seja através de políticas monetária e fiscal ativas, seja através de maior regulação e supervisão dos mercados financeiros. À medida em que os teóricos e os *policy makers* foram se afastando dos princípios norteadores de políticas tipicamente keynesianas, e mercados foram sendo desregulamentados, o funcionamento das economias de mercado passou a ser liderado pelas finanças.³ Neste contexto, o potencial de crises financeiras aumentou até a eclosão da crise financeira americana de 2008 e seu impacto sobre todas as economias desenvolvidas e em desenvolvimento nos anos subsequentes.

Se, por um lado, a dificuldade em perceber a crescente fragilidade financeira das instituições financeiras americanas e seu potencial de contágio expôs a limitação do arcabouço teórico construído pelo NCM, por outro, mostrou que os instrumentos de política econômica preconizados para lidar com crises financeiras estavam claramente inadequados. Sob o NCM, o regime de metas de inflação (RMI) se consolidou como o arcabouço da política macroeconômica, e se tornou referência, explícita ou implicitamente, pela maioria das principais economias nacionais desde o final do século passado. A consagração do RMI é relacionada à ‘grande moderação’,

¹ Das inúmeras manifestações sobre este assunto, destacamos Blanchard (2014), no World Economic Forum: “Until the 2008 global financial crisis, mainstream US macroeconomics had taken an increasingly benign view of economic fluctuations in output and employment. The crisis has made it clear that this view was wrong and that there is a need for a deep reassessment”. Disponível em: <https://www.weforum.org/agenda/2014/10/olivier-blanchard-financial-crisis-macroeconomics/>. Ver também Romer (2012), epílogo.

² Ver, por exemplo, Woodford (2009).

³ A literatura sobre financeirização é extensa. Para uma resenha, ver Van Der Zwan (2014).

período marcado pela diminuição da oscilação dos ciclos de negócios, no qual a economia mundial tornou-se aparentemente mais estável. A crise financeira de 2008 marca o fim da grande moderação e faz emergir inúmeros questionamentos sobre a eficácia do RMI e sobre a teoria que o sustenta. Pode-se dizer que há o surgimento de dúvidas onde antes havia apenas certezas.

Decorridos doze anos do episódio que deflagrou a crise financeira global em 2008, o mundo se encontra frente a uma nova crise econômica, desta vez tendo como causa uma crise sanitária. De toda forma, o aspecto econômico da crise atual reacende o debate sobre os instrumentos de política econômica para superar crises, com destaque para a política fiscal. O objetivo deste artigo é discutir, a partir da experiência norte-americana da crise financeira de 2008, a forma de execução das políticas monetária e fiscal e quais as suas consequências sobre a geração de renda de famílias e empresas americanas no período pós-crise. A hipótese aqui adotada é a de que, por um lado, ao reconhecer a ineficácia das políticas econômicas preconizadas pelo NCM no combate aos efeitos da crise, as autoridades norte-americanas buscaram nas políticas “não convencionais” uma alternativa. Por outro, no entanto, a agenda de pesquisa da macroeconomia convencional não sofreu mudanças significativas e muito menos se aproximou de uma tipicamente keynesiana e, neste sentido, não avançou na direção de entender a relevância de políticas econômicas ativas para sustentação da demanda agregada e redução da preferência pela liquidez para alcançar o pleno emprego como meta de política econômica. Ademais, a condução das políticas econômicas em resposta à crise e no seu período subsequente reforçaram o processo de financeirização da economia americana, através de uma recuperação baseada no endividamento de famílias e empresas, o que fez com que entrassem na crise da COVID-19 com elevado grau de incerteza quanto à capacidade de gerar renda futura e elevado endividamento.

Com a pandemia da COVID-19, as políticas não convencionais foram rapidamente retomadas, bem como políticas fiscais para combater os efeitos mais imediatos da crise. Diante disso, essa discussão se torna ainda mais relevante e será dividida em três seções, além desta introdução. A primeira discute como a crise financeira americana de 2008 foi interpretada à luz das políticas monetárias e fiscal,

para em seguida apresentar evidências empíricas, tendo como referência os Estados Unidos, sobre quais mudanças ocorreram na prática após a falência do banco de investimento Lehman Brothers em setembro de 2008. Finalizando a seção 1, há uma discussão dos conceitos de financeirização. Na segunda, será analisada a influência das escolhas de política econômica sobre a dinâmica das famílias e das empresas não financeiras norte-americanas para o período compreendido entre 2008 e 2019. A terceira seção conclui o artigo.

2. Os impactos da crise financeira de 2008 sobre o Arranjo de política macroeconômica

Na primeira parte desta seção faremos um breve retrospecto dos avanços em termos de política monetária e política fiscal a partir da crise financeira de 2008. Na segunda parte, iremos discutir a ideia de economia financeirizada e posteriormente a aplicação de políticas econômicas na crise americana.

2.1. Repensando as políticas monetária e fiscal

A crise de 2008 teve início no mercado imobiliário americano de alto risco conhecido como *subprime*. Este mercado teve um crescimento considerável dado que a partir de 2001 o *Federal Reserve* reduziu a taxa de juros a 1% a.a., a fim de incluir um número maior de americanos de baixa renda no mercado imobiliário⁴. O crescimento na demanda por moradia elevou o valor dos imóveis, que é o referencial para os empréstimos imobiliários e elevou, conseqüentemente, o valor de tais empréstimos. Com o declínio do preço dos imóveis e a elevação das taxas de juros em 2007-08, cresceu a inadimplência dos financiamentos imobiliários, destacadamente nos classificados como *subprime*. Houve, então, uma reação em cadeia, iniciada pelas empresas que haviam investido no segmento *subprime* americano, todavia, os distúrbios não se restringiram ao ambiente financeiro, atingindo todos os setores da economia. A academia, tomada de surpresa, gerou uma

⁴ Ver Taylor (2018), que reavaliando as causas da crise financeira de 2008, aponta tais intervenções como uma de suas principais causas.

série de trabalhos⁵ no intuito de tentar entender o porquê dos instrumentos convencionais não terem conseguido reparar os distúrbios causados pela crise.

Blanchard et al. (2010), por exemplo, fazem um primeiro levantamento dos equívocos da teoria convencional e das lições aprendidas com a crise⁶. Dentre os equívocos, destacam a superestimação dos efeitos benéficos para a estabilidade da economia da manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável e da subestimação da atividade financeira e da eficácia da política fiscal. A manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável está no cerne do RMI. Acreditava-se que seria condição suficiente para se garantir a estabilidade econômica. Porém, a crise de 2008 demonstrou que a estabilidade econômica não é consequência inequívoca da estabilidade de preços. Ademais, como aponta Smagui (2014), o modelo teórico convencional, ao ignorar as características do funcionamento do setor financeiro, torna-se incapaz de garantir até mesmo a estabilização do nível de preços, uma vez que a economia entre em um período de instabilidade financeira.⁷

Svensson (2018, p. 807), reconhecendo os limites do RMI, argumenta que a estabilidade financeira deve ser um dos objetivos das políticas macroeconômicas, e os instrumentos de política monetária não são capazes de garanti-la. O autor parte de um dos princípios da política econômica: “*economic policies should only have goals that they can achieve*”, ou seja, a imposição de metas que não podem ser alcançadas é contraproducente e mina a credibilidade da autoridade monetária. Conclui que a política monetária, cuja meta é o controle da inflação, é incapaz de lidar eficientemente com os choques que agem sobre o sistema financeiro.

A estabilidade financeira deve ser expediente da política macroprudencial. Porém, se cada política se ater à consecução do seu respectivo objetivo, tal situação pode levar a um conflito de objetivos e instrumentos, onde cada política seria

⁵ Cabe destacar que os trabalhos que buscam revisar a estrutura de política macroeconômica após a crise financeira são eminentemente de veia ortodoxa, já que a teoria heterodoxa tem questionado a estrutura convencional há bastante tempo, bem antes da formação e do estouro da bolha financeira imobiliária nos Estados Unidos.

⁶ O sugestivo título do artigo, “Repensando a política macroeconômica” (tradução livre) explica o título da presente seção.

⁷ Nesse contexto, as políticas macroprudenciais ganham espaço na literatura econômica no pós-Crise, contudo, a discussão aqui realizada se restringe às políticas monetária e fiscal, portanto, as políticas macroprudenciais apenas serão citadas quando estiverem relacionadas ao assunto aqui abordado.

conduzida como num equilíbrio de Nash. Em outras palavras, cada política seria conduzida da melhor maneira tendo em vista os efeitos sobre a atuação da outra, todavia, sem levar em consideração o alcance de sua meta. Por isso, as políticas monetárias e macroprudenciais devem ser conduzidas de forma conjunta e suas ações serem determinadas simultaneamente com o intuito de alcançar ambos objetivos (Svensson, 2018, p. 811).⁸

Após a crise de 2008 reconhece-se a necessidade de se adicionar a estabilidade financeira como meta ao quadro de política macroeconômica. Com isto, uma dificuldade adicional no debate sobre as metas é a inclusão de indicadores que capturem a instabilidade financeira, uma vez que apenas o índice de inflação não é capaz. Borio e Drehmann (2009, p. 31-32), destacam que a introdução da meta de estabilidade financeira no arcabouço da política monetária requer a cooperação de uma ampla gama de gestores de política econômica (inclusive fiscais), tanto na fase de implantação como na execução.

Ademais, a gestão da política monetária através de um único instrumento, a taxa de juros, também tem sido alvo de questionamentos. Independentemente das causas, tem-se testemunhado nos últimos anos uma baixa tendencial das taxas de juros, o que segundo Blanchard e Summers (2017, p. 11) tem efeitos significativos na execução não só da política monetária, mas também da fiscal (sobretudo, quando é inferior à taxa de crescimento da economia).

Borio e Gambacorta (2017) reforçam o discurso de que baixas taxas de juros diminuem o poder de ação da política monetária. A partir de uma amostra de 108 bancos de 13 países, para o período entre 1995 e 2014, os autores concluem que a baixos níveis de juros o crédito bancário se torna menos responsivo às ações do banco central, em outras palavras, o banco central tem menos capacidade de influenciar na oferta de crédito bancário. Com o estouro da crise de 2008 evidenciou-se que o patamar dos juros que era praticado antes da crise sob o RMI num ambiente

⁸ Ver também Bean et al (2010). De acordo com os autores, as decisões das políticas monetária e macroprudencial devem ser atribuídas a instituições diferentes, contudo, se preocupam com a possibilidade de surgir o que chamam de “*push-me, pull-you*”, quando as ações dos órgãos responsáveis pelas políticas em voga anulariam ou dificultariam as atividades uma da outra.

de baixas expectativas inflacionárias, restringia a margem de atuação dos bancos centrais, e rapidamente se caiu no “*zero lower bound*” (ZLB)⁹.

Blanchard et al. (2010) propuseram a elevação das metas inflacionárias, em aproximadamente 2 pontos percentuais em tempos normais, para que a política monetária pudesse ter mais espaço de manobra ao lidar com choques adversos, como o de uma crise financeira. Todavia, essa medida é apontada como uma prevenção para que não se entre tão facilmente no ZLB em decorrência de futuros choques, ou seja, não oferece nenhuma contribuição acerca do comportamento que os bancos centrais devem adotar uma vez que se encontrem numa situação de “armadilha da liquidez”. A saída é apresentada noutro artigo, em 2013, em que recomendam as políticas monetárias não convencionais (PMNC) (Blanchard et al., 2013, p. 9).

Dentre as políticas monetárias não convencionais (PMNC), destacam-se o *quantitative easing* (QE) e o *credit easing* (CE), que serão mais detalhadamente explicadas quando analisarmos as ações do Fed mais adiante. A relativa eficácia que as PMNC apresentaram frente à administração da taxa de juros no combate aos efeitos da crise fez com que parte da literatura convencional aceitasse sua implantação em ocasiões semelhantes. Roteiro semelhante pode ser testemunhado em relação à utilização da política fiscal, assunto abordado na sequência.

No NCM o papel da política fiscal ficou subordinado à política monetária, agindo apenas através do instrumento passivo dos estabilizadores automáticos. Isso se deve a uma série de argumentos teóricos e políticos em defesa de sua ineficácia, tais como: a hipótese da equivalência ricardiana¹⁰, os vários tipos de “*crowding-out*”¹¹ gerados pelos gastos públicos; a tentativa de se reduzir a discricionariedade das políticas macroeconômicas e, também, a participação do Estado na economia; os efeitos tardios das políticas fiscais sobre a atividade, etc. Blanchard et al. (2010, p. 205) em sua autocrítica em relação ao modelo macroeconômico do novo consenso reconhecem que a política fiscal pode ser uma importante ferramenta contracíclica,

⁹ Para uma discussão sobre os efeitos da taxa de juros negativa, ver Palley et al. (2019).

¹⁰ Desenvolvida por Barro (1974), essa hipótese afirma que os déficits do governo não afetam a demanda agregada.

¹¹ Um efeito *crowding-out* ocorre quando os gastos privados são reduzidos em decorrência da elevação dos gastos públicos.

se a recessão perdurar por um longo período. Todavia, o que parece ter de fato ocorrido é que a política fiscal foi uma das alternativas que restaram, uma vez que a política monetária convencional não conseguiu garantir a retomada da economia.

Posteriormente, a adoção da política fiscal durante o ZLB foi justificada por uma série de trabalhos acadêmicos que se propuseram a estimar o multiplicador fiscal. Com taxas de juros em um nível baixíssimo, a política monetária seria estéril, e o multiplicador fiscal maior do que em “tempos normais”. Diante de um cenário como da grande recessão¹², os modelos padrões, usualmente utilizados para analisar a política de estabilização, implicam que o multiplicador dos gastos públicos deve ser superior à unidade, e provavelmente bem superior (Woodford, 2011). Ou seja, com taxa de juros nominais perto de zero, o produto é determinado pela demanda agregada, tornando medidas que visem ao estímulo do produto via oferta agregada ineficazes.¹³ A Tabela 1 sintetiza alguns trabalhos relevantes que encontram resultado para os multiplicadores de gastos públicos superiores a 1. A Tabela 2 sintetiza trabalhos que reconhecem a diferença na magnitude dos multiplicadores de acordo com as fases do ciclo econômico.

Tabela 1 - Multiplicadores dos gastos públicos e zero lower bound (ZLB)

	Multiplicadores	
	Não ZLB	ZLB
Christiano et al (2011)	1,1	3,7
Eggertsson (2011)	0,5	2,3
Erceg e Lindé (2014)	1,0	4,0

Fonte: Fundo Monetário Internacional, 2014

Tabela 2 - Multiplicadores dos gastos públicos e o ciclo econômico

Autor	Multiplicadores		País
	Ascensão	Recessão	
Auerbach e Gorodnichenko (2012a)	1,10	3,70	Estados Unidos
Auerbach e Gorodnichenko (2012b)	0,50	2,30	OCDE
Auerbach e Gorodnichenko (2014)	1,00	4,00	Japão
Hernandez de Cos e Moral Benito (2013)	0,60	1,30	Espanha
Owyang, Ramey e Zubairy (2013)	0,40	1,60	Canadá

Fonte: Fundo Monetário Internacional, 2014

¹² Segundo o Comitê de datação de ciclos de negócios do National Bureau of Economic Research, a recessão nos EUA foi de dezembro de 2007 a junho de 2009. Ver <http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>

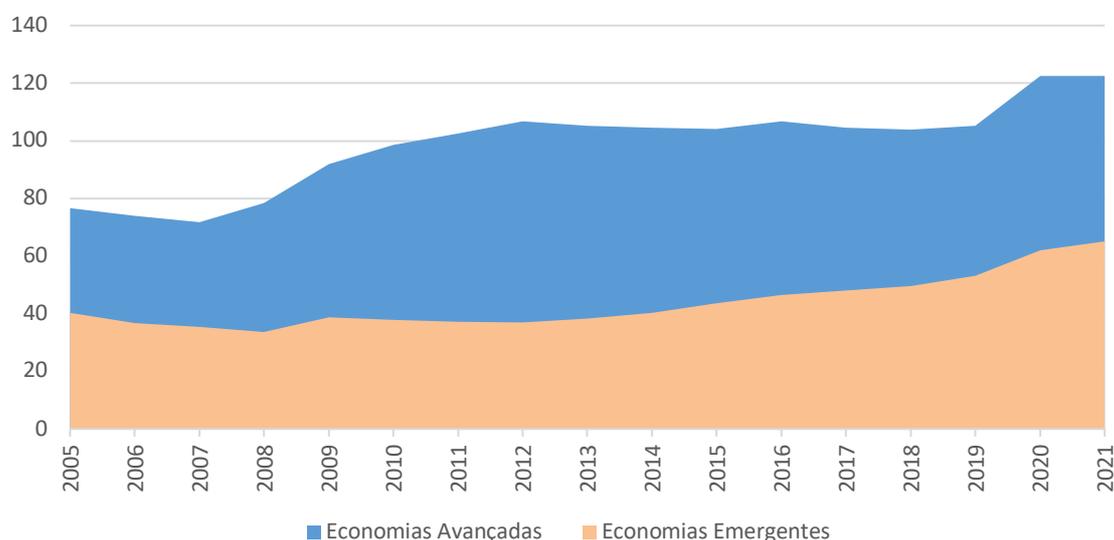
¹³ Usando um modelo DSGE, com uma suposição-chave de que a taxa de juros nominal é zero, Eggertsson (2011, p. 59) conclui que em situações como a testemunhada em 2008 o efeito dos instrumentos fiscais é maior que em outras ocasiões.

Outra questão importante referente à política fiscal durante recessões é que as políticas de austeridade podem ter efeitos deletérios duradouros sobre o crescimento econômico e até mesmo piorarem indicadores fiscais como a relação dívida/PIB ¹⁴. A partir dessas evidências, cresce o interesse na literatura em analisar a economia em diferentes situações e, ademais, considera-se a não linearidade das séries macroeconômicas, sobretudo dos gastos públicos (Stockhammer *et al.*, 2016, p. 8-9).

No entanto, da mesma forma como ocorreu com as PMNC, com a aparente recuperação econômica, recrudescem os questionamentos em relação ao uso contínuo de políticas fiscais ativas.

Uma preocupação quase imediata referente à contínua utilização de instrumentos fiscais é o seu impacto no endividamento público, sobretudo por conta da elevação testemunhada na relação dívida/PIB das principais economias mundiais (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Relação Dívida/PIB para Economias Desenvolvidas e em Desenvolvimento



Fonte: FMI, 2021.

¹⁴ O processo de consolidação fiscal de 2010-11 nas economias avançadas seria um exemplo (Fatás e Summers, 2018).

A preocupação com os altos níveis de endividamento público diz respeito à funcionalidade dos estabilizadores automáticos. Um nível prudente da relação entre o endividamento público e o produto agregado está relacionado, também, com a credibilidade do governo e a efetividade das políticas fiscais contracíclicas – como se presenciou durante a crise (Blanchard *et al.*, 2010; Borg, 2014).

Em suma, após a crise financeira, diante da flagrante ineficácia da política monetária convencional ancorada no RMI, uma série de trabalhos acadêmicos se propôs a encontrar suas falhas e a sugerir mudanças para evitar episódios semelhantes no futuro. No entanto, passado o pior momento da crise e a volta da “aparente estabilidade” à economia mundial, houve um recrudescimento da defesa da estrutura macroeconômica vigente no pré-crise e as políticas monetárias não convencionais e políticas fiscais contracíclicas passaram a ser vistas apenas com medidas emergenciais, adequadas para períodos de grande instabilidade.

2.2. Financeirização e dinâmica econômica

Antes de partir para a análise dos EUA, é importante tratar do processo de financeirização da economia, de forma a ajudar a entender o padrão de crescimento daquela economia. Há diferentes definições para esse conceito. Epstein (2005, p.3), por exemplo, define financeirização como o papel crescente das motivações, mercados, atores e instituições financeiros na operação das economias domésticas e internacionais. O mais relevante para a análise, no entanto é entender como a financeirização pode influenciar a dinâmica da economia. É usada aqui a concepção de Stockhammer (2007) de regime de acumulação dominado pela finança, em que a esfera financeira condiciona o padrão e o ritmo de acumulação da economia real. Em outras palavras, o crescimento econômico continua dependendo do desempenho das variáveis “tradicionais” de gastos, mas a composição da demanda agregada e a volatilidade de seus componentes passam a depender da dinâmica financeira (*Ibid*).

Para Lapavitsas (2011), a relação entre as esferas financeira e real não é direta, mas mediada por um complexo conjunto de estruturas, que refletem fatores institucionais, históricos, políticos, culturais, entre outros. Para se desenvolver uma teoria da financeirização, é necessário olhar para as mudanças no comportamento do

capital produtivo, bancos e trabalhadores, considerando ainda as transformações no sistema financeiro internacional ocorridos nas últimas décadas (*Ibid*). São esses fenômenos, de forma conjunta, que condicionam a dinâmica macroeconômica.

Sobre o comportamento dos agentes, as empresas não financeiras (ENF) passaram a participar mais dos mercados financeiros, tanto para financiamento direto (reduzindo a dependência dos bancos) como buscando ganhos via aplicações financeiras, desvincilhadas de suas necessidades de financiamento (Lapavitsas, 2011). Além disso, a gestão das empresas passou a ser guiada pela chamada estratégia de maximização do valor do acionista (MVA)¹⁵, que diz respeito ao comportamento da empresa de priorizar o pagamento de dividendos e a manutenção do preço de suas ações. Com isso, as empresas teriam passado a se guiar mais por uma lógica de curto prazo, o que acabaria por prejudicar os investimentos (Stockhammer, 2007).

A referida redução da dependência dos empréstimos bancários por parte das ENFs, levou os bancos a buscarem novas fontes de ganhos de duas formas principais. Na forma de taxas, comissões e lucros de operações de *trading* no mercado financeiro (como um banco de investimentos). E pelo aumento dos empréstimos a indivíduos e outros bancos, em detrimento dos financiamentos do investimento de empresas (Lapavitsas, 2011).

No que se refere às famílias, a financeirização envolve tanto o aumento do endividamento como da aquisição de ativos financeiros. Para Lapavitsas (2011), os gastos dos trabalhadores têm se tornado em parte uma decisão financeira, condicionada pela capacidade de tomar recursos, ou seja, o consumo passou a ser mediado pelo sistema financeiro. No entanto, apesar de o acesso ao crédito poder aumentar o consumo e gerar dinamismo na economia, isso pode criar instabilidades potenciais, já que os encargos financeiros decorrentes de alto endividamento podem se tornar problemáticos em períodos recessivos (Stockhammer, 2007). Considerando a importância do crédito para o consumo, bem como o aumento do endividamento das famílias, o que se percebe é uma maior dependência dos gastos das famílias dos ciclos de crédito e dos preços dos ativos.

¹⁵ Uma importante referência é Lazonick e Sullivan (2000).

Finalmente, não se pode tratar a financeirização como fenômeno isolado, mas como um processo histórico. Como destaca Lapavitsas (2011), ela é uma das dimensões das profundas alterações ocorridas na economia mundial desde o fim da década de 1970, juntamente com a redução do papel do Estado (neoliberalismo) e o aumento significativo das relações econômicas internacionais (globalização) (*Ibid*). Para Stockhammer (2007), a financeirização é o produto de uma combinação de políticas específicas, não um choque exógeno, e deve ser analisada em um contexto mais geral, que ele chama de modo de regime de acumulação neoliberal. Este envolve, entre outros fatores, uma mudança de poder na relação capital-trabalho em favor do primeiro; privatizações e desregulação ou flexibilização de mercados como o financeiro e de trabalho; redefinição da política monetária que, em teoria, era usada para apoiar políticas fiscais de pleno emprego e no regime neoliberal mudou o foco para a estabilidade de preços.

Nessa economia financeirizada, com o aumento da participação de ENFs e famílias no sistema financeiro, os ciclos “reais” se tornam dependentes dos financeiros. Assim, de modo geral, o regime de acumulação dominado pelas finanças apresenta um crescimento moderado da demanda agregada com um alto grau de instabilidade, que em geral vem dos mercados financeiros domésticos ou internacionais (Stockhammer, 2007). O consumo, por exemplo, passou a depender mais do crédito e preços de ativos, permitindo o crescimento mesmo com salários reais estagnados. Ainda assim, esse padrão de crescimento tende a aumentar a fragilidade da economia, pois os balanços patrimoniais de ENFs e famílias ficam mais expostos às instabilidades financeiras. Uma elevação de juros, por exemplo, pode levar a perdas patrimoniais e ao encarecimento do crédito que não apenas tirariam o dinamismo da economia, como tornaria famílias inadimplentes. Se, por um lado, as PMNC não são a causa da financeirização, seu uso em detrimento das políticas fiscais acaba por reforçar o padrão financeirizado da economia.

2.3. A crise financeira: o caso dos Estados Unidos

Os primeiros sinais da crise dos *subprime* americana já podiam ser observados em 2006 e em 2007, quando o Fed deu início a uma política de redução contínua da taxa básica de juros (*effective federal funds rate*), e a economia não demonstrou as

respostas esperadas. O Gráfico 2, com informação para o grau de utilização de capacidade instalada e para a taxa de juros do *Effective Fed Funds*, ilustra esta situação. Tomando a capacidade utilizada como um indicador do ambiente econômico, podemos perceber que a partir de 2007 houve uma redução simultânea da taxa de juros (atingiu 0,39% a.a. em 2008) e da capacidade utilizada (-15%). Ou seja, a política monetária convencional não foi capaz de estimular a atividade econômica mesmo com taxas de juros próximas de zero.¹⁶

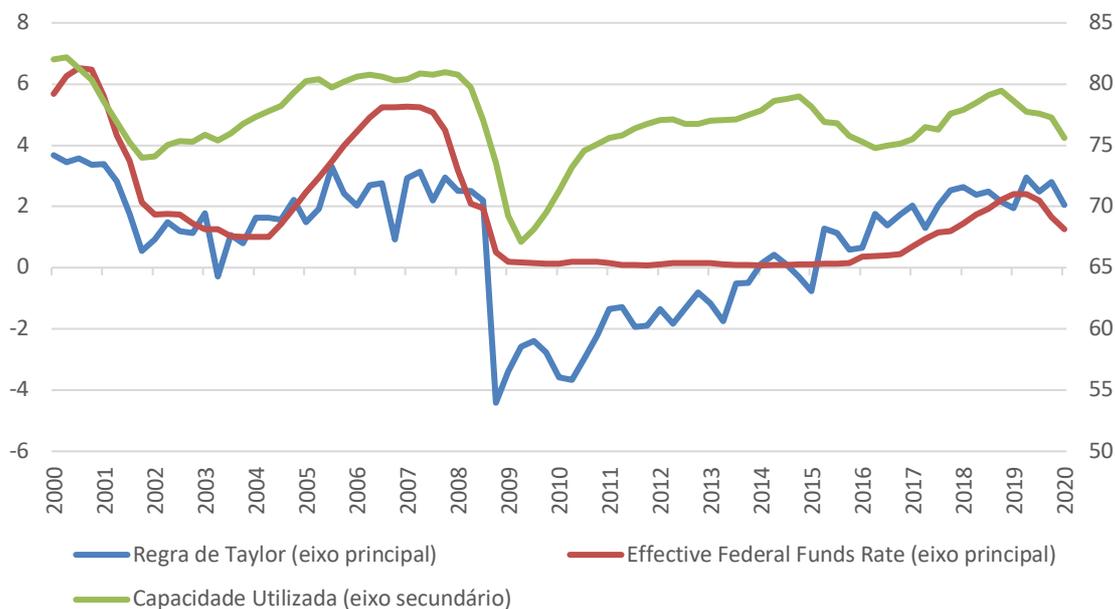
O Gráfico 2 mostra também que a taxa de juros efetiva não se assemelha à taxa recomendada pela regra de Taylor, ficando esta última, entre 2009 e 2014 em um nível bem inferior. A distância entre as duas taxas se expande a partir de 2008, evidenciando que o Fed não conseguiu manter a taxa básica baseada na regra de Taylor, pois esta indicava que a EFFF deveria ser negativa. Ou seja, a utilização do instrumento convencional da administração da taxa de juros havia chegado ao seu limite, sem que, todavia, a economia apresentasse respostas satisfatórias. Diante disso, o Fed foi obrigado a buscar medidas alternativas para estimular a economia e atingir as metas estipuladas.

O movimento de queda da taxa básica de juros se inicia no segundo semestre de 2007, o que evidencia que ainda se acreditava, naquele momento, na eficácia da política monetária de administração da taxa de juros. Não obstante, naquele mesmo mês tinha tido o início, ainda que de forma discreta, o uso de políticas monetárias não convencionais, com o lançamento do *Term Discount Window Program* (TDWP)¹⁷.

¹⁶ A redução da taxa básica de juros, apesar de não ter demonstrado as respostas esperadas, continuou a cair até atingir em outubro de 2008 o patamar mais baixo desde julho de 1954 (0,39% a.a.), quando se inicia a série histórica. O nível dos juros se reduziria ainda mais, chegando ao limite inferior de 0,07% a.a. – testemunhado em três oportunidades no segundo semestre de 2011 e nos dois primeiros meses de 2014 (*Database of Federal Reserve Bank of Saint Louis*).

¹⁷ Um programa que tinha como objetivo prover liquidez para instituições depositárias ao oferecer fundos de descontos com vencimentos além da taxa overnight. Inicialmente seria temporário, mas perdurou até 2010.

Gráfico 2 – Effective Federal Funds Rate, regra de Taylor* e capacidade utilizada**



Fonte: *Board of Governors of the Federal Reserve System*. * Regra de Taylor para o Hiato do Produto = $1 + (1,5 * \text{Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items}) - (1 * (\text{Nominal Potential Gross Domestic Product}))$. **Capacidade total utilizada é uma porcentagem calculada a partir dos recursos utilizados pela produção da indústria, mineração, energia e gás das instalações localizadas nos Estados Unidos.

O TDWP se encaixa no que Ben Bernanke (2009), presidente do Fed à época, chamou de políticas de *credit easing* (CE). Tais políticas tiveram como objetivo inicial prover liquidez de curto prazo às instituições depositárias. Contudo, com o agravamento da crise houve uma extensão tanto no prazo dos empréstimos, quanto no público alvo, que se estendeu também para mutuários e emprestadores nos mercados de crédito (Saraiva et al., 2017, p. 7). O Gráfico 3 apresenta os valores acumulados das operações de administração do balanço patrimonial realizadas pelo *Federal Reserve* desde 2007¹⁸, mais as suas tradicionais operações com títulos.

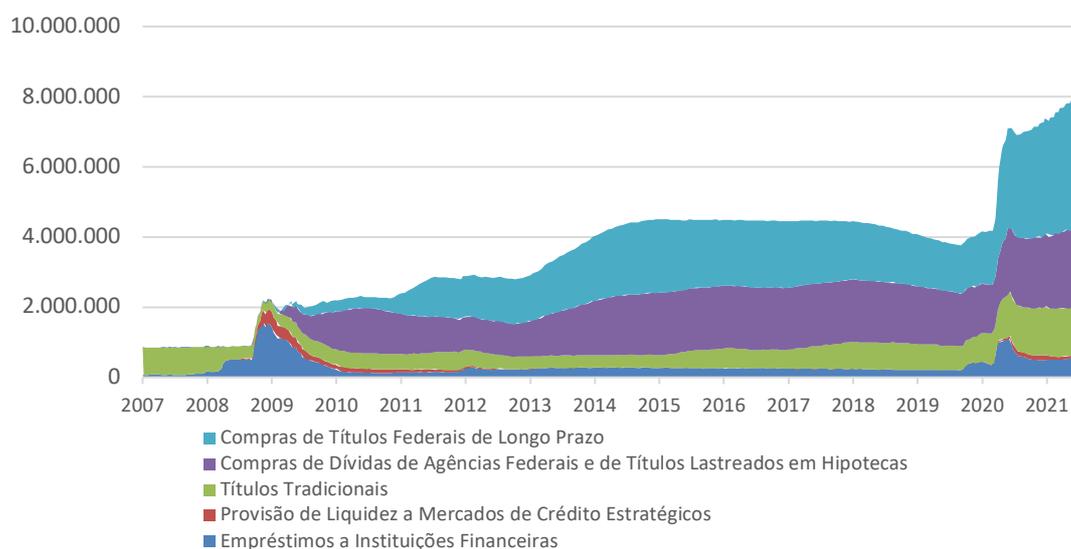
As operações de *quantitative easing* (QE) e CE começaram a ser utilizadas a partir do segundo semestre de 2008, quando a taxa de juros já se encontrava num patamar abaixo de 1% a.a.¹⁹ Em 2009, tem-se uma mudança no foco e as políticas

¹⁸ Para maiores detalhes de cada operação em particular, ver Saraiva *et al.* (2017).

¹⁹ As ações de QE se resumem basicamente à compra definitiva de títulos de longo prazo com o objetivo de reduzir a taxa de juros de longo prazo e, assim, estimular o produto e o emprego através

de QE tomam o protagonismo num contexto de taxas de juros próximas de zero. Inicia-se a fase da PMNC, que rompe de vez com os preceitos do NCM, promovendo uma massiva compra de títulos de dívida de longo prazo do Tesouro e de agências (MBS).

Gráfico 3 – Operações de QE e CE – valores acumulados em US\$ milhões



Fonte: Federal Reserve Bank of Cleveland.

Por fim, temos a *forward guidance* (FG) que essencialmente não é uma ferramenta fora do escopo do NCM, pois se constitui numa forma específica de previsão anunciada para a taxa de juros e já era utilizada por diversos bancos centrais (Svensson, 2014, p.3). O próprio Fed, através dos comunicados do *Federal Open Market Committee* (FOMC), já se utilizava da FG, no entanto, depois de 2008 essa ferramenta ganha uma nova proporção. Uma vez que as taxas de juros de curto prazo se encontravam próximas de zero, o Fed necessitava de uma forma de afetar os títulos de longo prazo, evitando maiores euforias no mercado. Ao prover informação sobre as taxas futuras de juros de curto prazo, através de *forward guidance*, o banco tem o objetivo de influir positivamente nas expectativas dos agentes.

Apesar do abandono das políticas de CE e QE (2010 e 2014, respectivamente), o Fed manteve os títulos oriundos dessas políticas em seu balanço (principalmente, os originados da QE, pois os empréstimos referentes à CE foram liquidados em sua

do impacto positivo sobre as condições financeiras gerais e em mercados específicos (Saraiva *et al.*, 2017, p. 18).

quase totalidade). O massivo uso de QE levou, conseqüentemente, ao crescimento da base monetária (que acompanha a tendência mostrada no Gráfico 3), levando ao questionamento de seu impacto sobre a inflação. Apesar do acréscimo da base monetária de quase 5 vezes entre 2007 e 2014, o efeito sobre a inflação foi diminuído²⁰. O cenário no qual a taxa de inflação persiste em níveis baixos, acompanhada de baixas taxas de juros, mesmo com a massiva expansão da base monetária abre espaço para a discussão sobre a forma de atuar da política monetária e o papel do Estado, o que reverbera também em seu lado fiscal.

Além do discurso em torno das externalidades negativas (como *crowding-out* e o aumento do endividamento público) sobre a economia, a utilização de instrumentos fiscais discricionários encontra outro empecilho: a necessidade de aprovação, pelo Congresso, das medidas propostas. Diante disso, o processo de execução da política fiscal toma outra dimensão, pois aspectos políticos ganham preponderância. Em comparação às PMNC, as ações de política fiscal se restringiram a um período mais curto, concentrando-se durante a grande recessão. A Tabela 3 resume as ações fiscais empregadas pelo governo dos Estados Unidos no combate à crise financeira de 2008, trazendo seus respectivos valores mobilizados e as datas de promulgação. A principal delas foi o *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), o maior pacote de gastos públicos e corte de impostos até então executado, foram ao todo US\$712 bilhões (em valores constantes de 2012) despendidos com o intuito, como o próprio nome sugere, de recuperar a atividade econômica; tais recursos foram divididos em 7 áreas: auxílio às famílias, modernização da infraestrutura nacional, expansão no uso de energias alternativas, expansão no sistema médico, melhora no sistema educacional, investimento em pesquisas científicas e tecnologia, e auxílio aos pequenos negócios (U.S. Congress, 2009).

Furman (2018, p. 2) divide essas ações de estímulo em três grupos: i) *Pre-Recovery Act*, desenvolvidas durante o último ano da administração Bush, marcado

²⁰ A experiência pós-2008 foi um golpe para as teorias monetaristas / clássicas, como a Teoria Quantitativa da Moeda (o aumento das reservas dos bancos centrais não causou uma recuperação automática da inflação) e a Teoria dos Fundos Empréstaveis (os bancos não emprestam de reservas, portanto, aumentar a oferta de crédito não garante necessariamente a demanda de crédito) (Duarte *et al.*, 2020, p.91).

por políticas responsivas e de caráter temporário; ii) *Recovery Act*, se resume à primeira e principal ação fiscal adotada pelo governo Obama; iii) *Post-Recovery Act*, uma série de pacotes que visavam atender uma ou outra necessidade ora identificada. Como demonstra a Tabela 3, as tentativas de estímulo da economia pelo meio fiscal se iniciaram, de forma mais modesta, em 2008, se aceleram a partir de 2009, com o ARRA e, posteriormente, foram diminuindo. A aprovação desses pacotes teve impacto imediato no orçamento americano, aumentando de sobremaneira o déficit público²¹, destacadamente entre os anos de 2009-2012.

Tabela 3 – Medidas fiscais empregadas pelo governo americano (2008-2012)

Legislação	Data de Promulgação	Montante*
Pré-Recovery Act		
Economic Stimulus Act	fev/08	138
Supplemental Appropriations Act	jun/08	13
Housing and Economic Recovery Act	jul/08	11
Unemployment Compensation Extension Act	nov/08	6
Recovery Act		
American Recovery and Reinvestment Act	fev/09	712
Pós-Recovery Act		
Supplemental Appropriations Act	jun/09	3
Worker, Homeownership, and Business Assistance Act	nov/09	35
Defense Appropriations Act	dez/09	18
Temporary Extension Act	mar/10	9
Hiring Incentives to Restore Employment Act	mar/10	13
Continuing Extension Act	abr/10	16
Unemployment Compensation Extension Act	jul/10	33
FAA Air Transportation Modernization and Safety Improvement Act	ago/10	26
Small Business Jobs Act	set/10	68
Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act	dez/10	309

²¹ O aumento no déficit público não se deve apenas à aprovação de sucessíveis pacotes fiscais durante o período analisado, há ainda a ação dos estabilizadores automáticos. Contudo, existe indubitavelmente uma correlação entre as medidas fiscais adotadas e o aumento do déficit.

VOW to Hire Heroes Act	nov/11	0
Temporary Payroll Tax Cut Continuation Act	dez/11	28
Middle Class Tax Relief and Job Creation Act	fev/12	98
Total		1.537

Fonte: Furman (2018),* Valores em bilhões de dólares de 2012.

Em suma, a política fiscal teve seu emprego concentrado entre os anos de 2008-2012, com a assinatura de pelo menos 18 leis, que autorizavam o aumento do gasto público e incentivos tributários. Com o fim da grande recessão (2007-2009) e a projeção de recuperação econômica ficou mais difícil a aprovação de novos pacotes, portanto, do emprego de políticas fiscais discricionárias. Tem-se, então, uma tendência ao retorno do quadro pré-crise e ao abandono do uso de políticas fiscais ativas – restringindo, novamente, a política fiscal ao funcionamento dos estabilizadores automáticos.

3. Pós-crise: a dinâmica das famílias e das empresas não financeiras entre 2008 e 2019

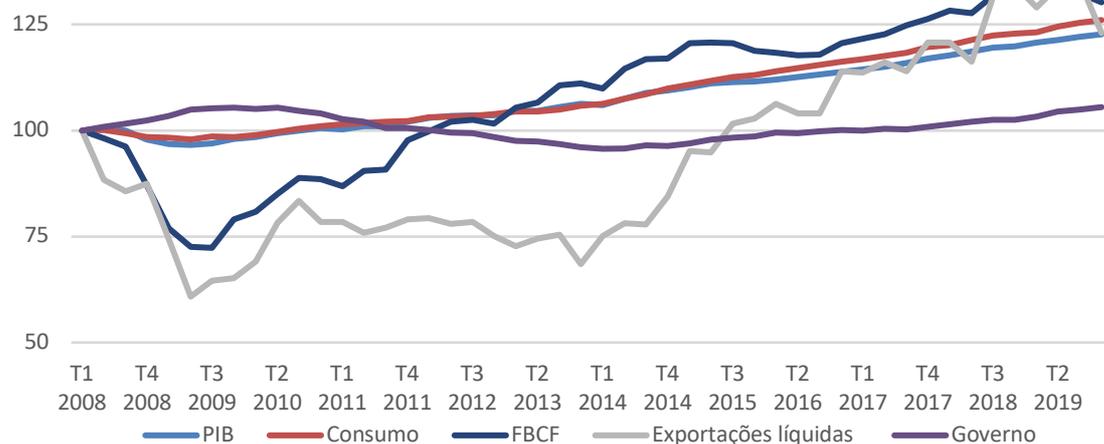
O principal efeito das medidas de política econômica adotadas desde a crise de 2008 sobre a renda das famílias e ENF foi o de ampliar a exposição dos respectivos balanços patrimoniais à dinâmica do mercado financeiro. Pode-se dizer então que houve um aumento da financeirização da economia americana desde 2008.

De 2008 a 2019, o crescimento real acumulado do PIB americano foi de 22,7% (Gráfico 4). A formação bruta de capital fixo (FBCF) foi o componente de melhor desempenho dentre os componentes autônomos, atingindo o nível pré crise em 2012. As exportações líquidas foram as que mais demoraram para retomar o nível pré-crise, o que só ocorreu no 3º trimestre de 2015. Já os gastos do governo foram os únicos a crescerem durante a crise, mas ao fim de 2011 já haviam retomado o nível de 2008 e o crescimento acumulado no período foi de apenas 5,5%, o menor entre todos.

O consumo privado, o componente de maior peso no PIB, cresceu em termos reais 26% no período, ligeiramente acima do crescimento do PIB. O consumo se

mostrou bastante estável, pois caiu pouco durante a crise e no segundo trimestre de 2010 já havia recuperado o nível pré-crise.

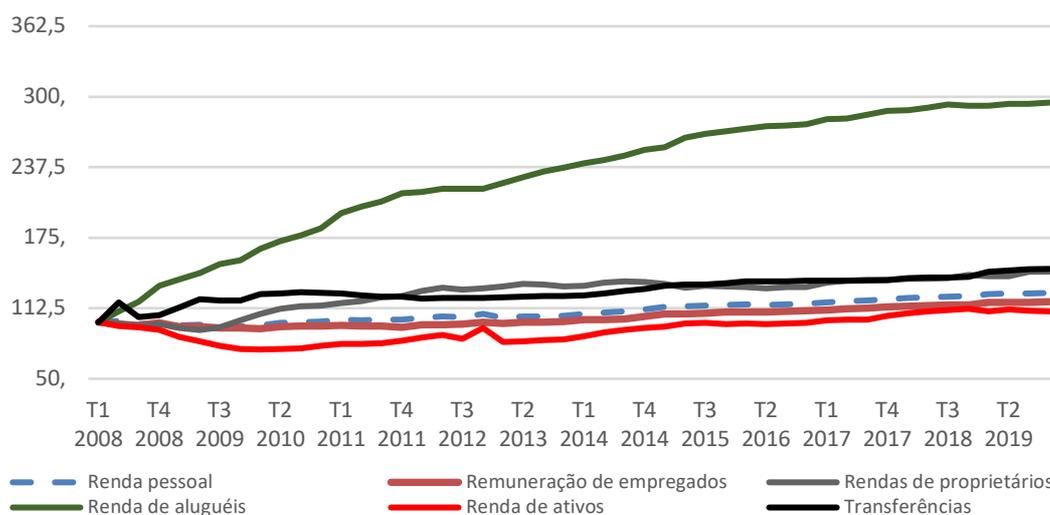
Gráfico 4- PIB e componentes (T1 2008=100)



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis

O desempenho do consumo é prioritariamente determinado pela renda e o Gráfico 5 detalha a evolução dos componentes da renda pessoal de 2008 a 2019. O item de maior participação, remuneração de empregados, cresceu 18,3%, abaixo do crescimento da renda pessoal, que foi de 26,1%. Em contrapartida, as transferências, renda de juros e a renda de aluguéis tiveram crescimento maior que a renda pessoal. Em termos de composição da renda pessoal, o peso das rendas de aluguéis quase triplicou no período, passando de 2,4% para 4,2% da renda pessoal. A participação da remuneração de empregados caiu de 65,2% para 61,4%.

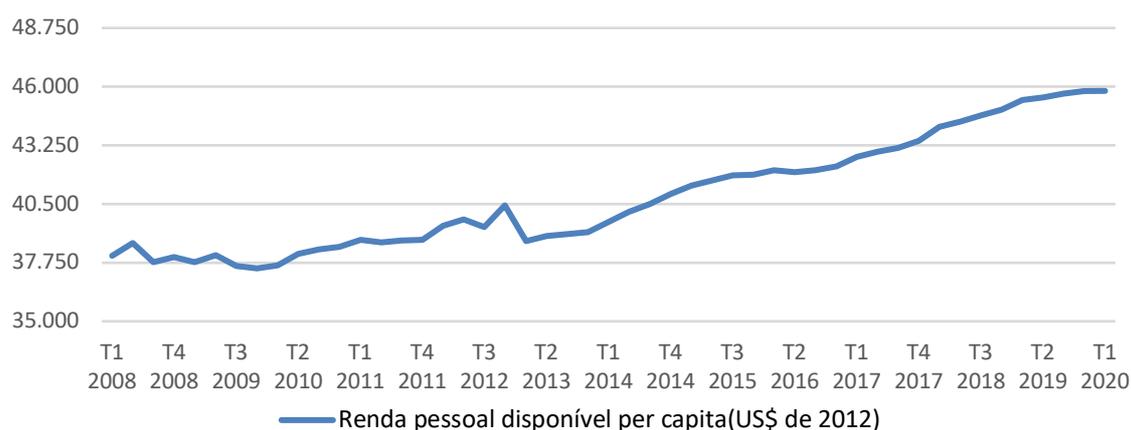
Gráfico 5- Crescimento real da Renda pessoal e componentes (T1 2008=100)



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis

A trajetória da renda disponível per capita, indica um crescimento real pouco expressivo, média anual de 2,4% a.a. e pouco mais de 20% no acumulado, abaixo do crescimento do PIB de 2008 a 2019. Esse resultado pode ser explicado em parte pela quase estagnação do crescimento da remuneração média por hora (9,9%) no mesmo período. Conforme o Gráfico 6, se, por um lado, essa variável não sofreu quedas relevantes mesmo durante a crise, por outro, ela ficou estagnada até o começo de 2013, quando se inicia uma trajetória sustentada de crescimento.

Gráfico 6 - Renda disponível per capita (US\$ de 2012)

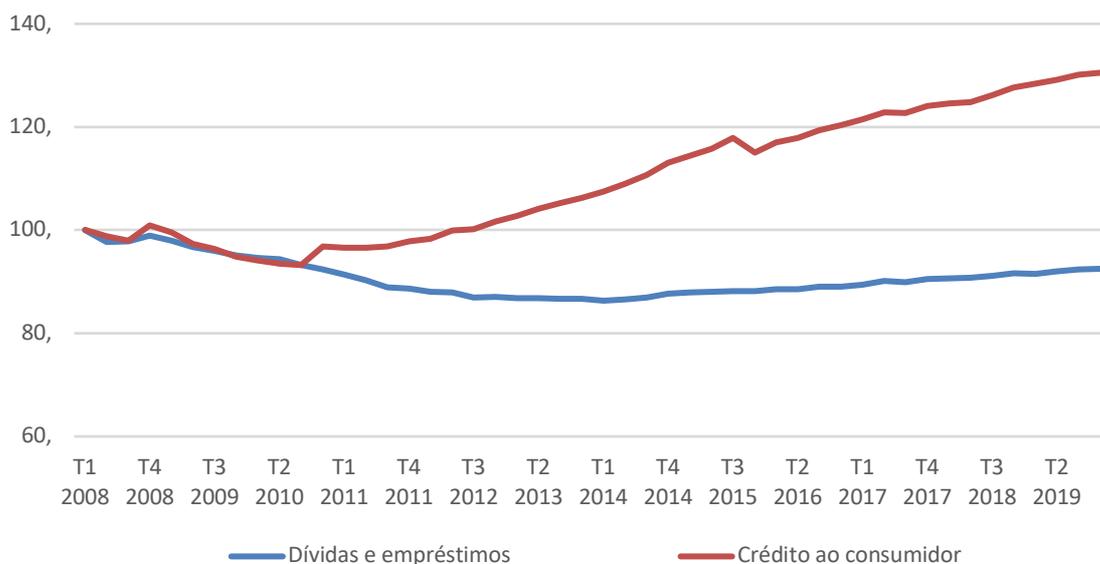


Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis

O crescimento do consumo foi muito próximo ao da renda pessoal, mas acima da remuneração de empregados, o que sugere aumento do endividamento. De fato,

quando se analisa o crédito ao consumidor (Gráfico 7), vemos que houve crescimento real acumulado de 30% entre 2008 e 2019, superior à elevação da renda e do consumo e de outras dívidas e empréstimos das famílias e instituições sem fins lucrativos a serviço das famílias (ISFLSF).

Gráfico 7- Variação real do endividamento Famílias e ISFLSF (T1 2008=100)

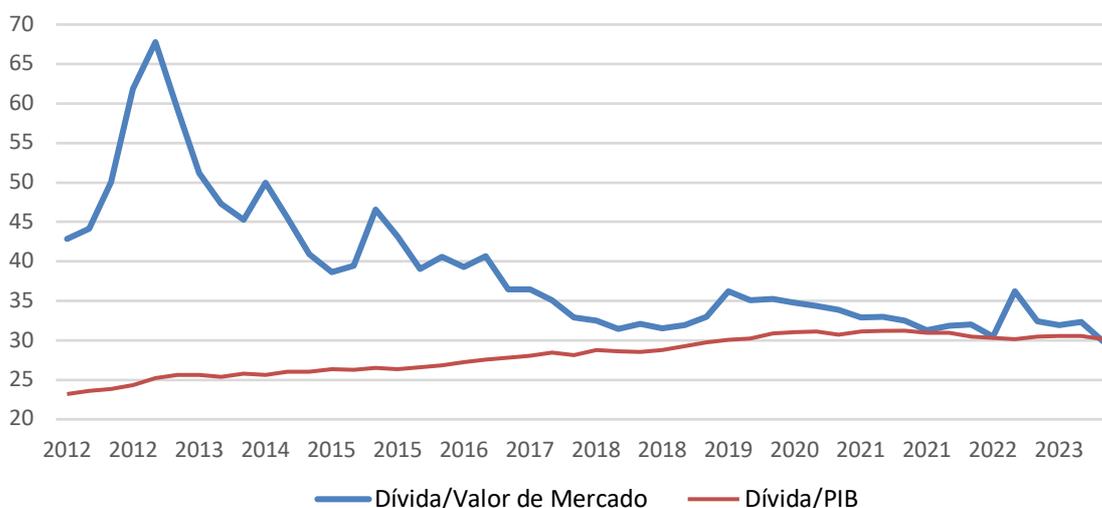


Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System

Em suma, os rendimentos do trabalho não foram o fator mais importante para o crescimento da renda. Assim, o que explica a sustentação ao consumo são o crédito ao consumidor e o crescimento da renda de alugueis e de proprietários. Esse padrão de crescimento é típico de uma economia financeirizada com juros nominais baixos e, portanto, não pode ser dissociado das políticas econômicas do período. Conforme discutido na seção 2.2, ao priorizar a política monetária em detrimento da fiscal, os fatores de dinamismo deixam de ser os salários e os investimentos e passam a ser o consumo baseado no endividamento e/ou na valorização de ativos. A valorização de ativos, especialmente imóveis, é importante não apenas pelo efeito riqueza, mas também por servirem de colateral e aumentarem a capacidade de endividamento. Tal padrão pode não se mostrar sustentável por pressupor a capacidade de aumento da renda, ou pelo menos rolagem constante, de dívidas das famílias. Ademais, pode aumentar a fragilidade da economia ao levar ao aumento da alavancagem das famílias, que ficam, assim, expostas aos ciclos de crédito.

Do ponto de vista das ENF, a análise da dinâmica do endividamento e do valor dos ativos (Gráfico 8) mostra uma aceleração do ritmo de crescimento do endividamento a partir de 2008. Seu valor quase dobrou, passando de US\$ 3,4 trilhões no primeiro trimestre de 2008 para US\$ 6,6 trilhões no quarto trimestre de 2019, um crescimento acumulado de aproximadamente 92%. Nos 10 anos anteriores à crise este crescimento havia sido de 60%²².

Gráfico 8 - Endividamento das ENF/PIB e Dívida das ENF/Valor de mercado das ações das ENF (%)



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System.

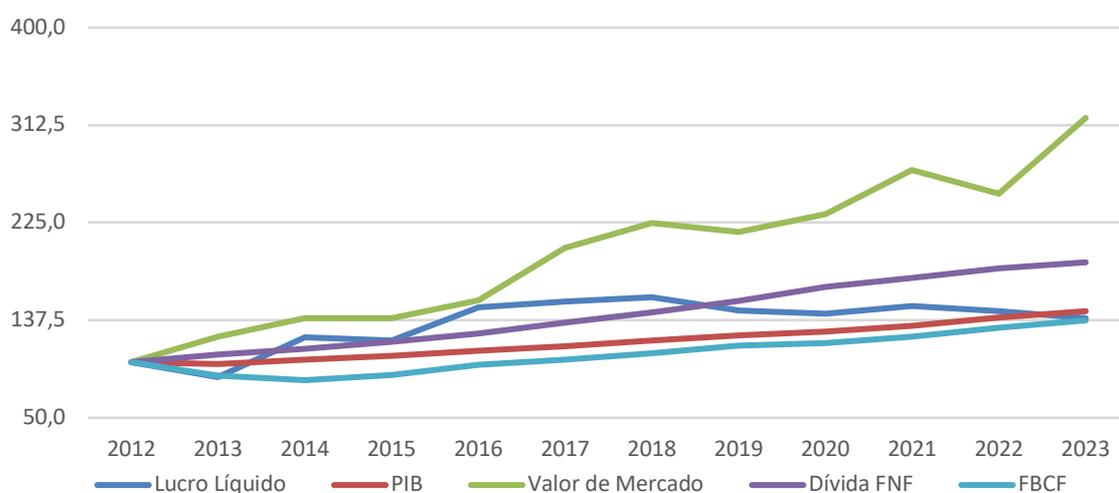
Não obstante, o ritmo do endividamento tenha se intensificado depois de 2008 quando se analisa a relação dívida das ENF e o valor de mercado das ações dessas firmas, percebe-se uma tendência de queda que se inicia ainda durante o período da recessão em 2009. Essa relação tem um crescimento fugaz entre 2008 e 2009 por conta da queda do valor das ações (em mais de 1/3), contudo, com recuperação já em 2009.

O direcionamento da curva tem pouca influência do nível de endividamento, sendo o valor das ações das ENF seu principal determinante, pois o valor de mercado das ações das ENF americanas tem um crescimento considerável entre 2008 e 2019. Porém, os indicadores como a FBCF e o lucro líquido não mostram o mesmo desempenho (Gráfico 9). Portanto, a rápida recuperação da razão dívida/valor de

²² Segundo dados do Board of Governors of the Federal Reserve System.

mercado apresentada é intrigante. De fato, o lucro líquido das ENF se reduz com o impacto da crise, contudo, apresenta tendência de crescimento a partir de 2010 até 2014. A despeito disso, o valor de mercado das ENF mantém sua tendência de crescimento, perfazendo um crescimento acumulado de 219% entre 2008 e 2019; enquanto o lucro líquido e a formação bruta de capital fixo cresceram em termos acumulados 39,6% e 37,4%, respectivamente, no mesmo período.

Gráfico 9 – Lucro Líquido, PIB, Valor de Mercado das ENF, Dívida das ENF e FBCF (T1 2008 = 100)



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Assim, no caso da economia americana de 2008 a 2019, a redução da relação dívida/valor de mercado das ações tem como determinante a grande valorização das ações dessas empresas, o que é sintomático de uma economia financeirizada. Esse resultado não pode ser desvinculado das políticas econômicas adotadas no combate aos efeitos da crise, que priorizaram políticas monetárias expansionistas de aumento de liquidez sem uma política sustentada de gastos públicos complementar. Tais políticas obtiveram êxito em mitigar os impactos sobre os mercados financeiros e os preços dos ativos, no entanto, permitiram o aumento da fragilidade financeira ao incentivarem uma dinâmica de crescimento baseada no endividamento acompanhado pela supervalorização de ativos financeiros, que podem ser vistos, equivocadamente, como um sinal de sustentabilidade dessas empresas.

4. Considerações finais

Os questionamentos sobre as recomendações de política econômica do NCM se iniciaram com a crise financeira de 2008. O ambiente instável e de ameaça deflacionária que se seguiu ao estouro da crise fez com que as autoridades monetárias buscassem pela via da redução da taxa de juros o estímulo à atividade econômica. Contudo, a persistência da tendência recessiva levou a que rapidamente se alcançasse o ZLB – tornando a política monetária convencional estéril. Esse cenário levou às políticas monetárias não convencionais, rompendo, assim, com as recomendações do RMI.

No entanto, mesmo com a adoção de instrumentos alternativos, a PMNC não foi capaz de entregar os resultados esperados, desta forma, o governo americano também recorreu ao emprego de políticas fiscais contracíclicas. Entre 2008 e 2012 foram aprovadas pelo menos 18 leis que autorizavam pacotes de expansão do gasto público e incentivos tributários.

Na segunda parte, foi analisado o comportamento de famílias e empresas não financeiras no período 2008-2019. Nos dois casos, percebe-se uma mudança na composição patrimonial, que se torna mais financeirizada. Os rendimentos do trabalho não foram os mais importantes no aumento da renda disponível per capita e o consumo (maior componente do PIB americano) foi sustentado pelo crescimento do crédito ao consumidor e das rendas de aluguéis e de proprietários. As firmas não financeiras, por sua vez, obtiveram o crescimento de mais de 200% em seus valores de mercado, contudo, esse crescimento não foi resultado do aumento das taxas de lucro ou de investimento, mas, se deveu à valorização financeira das ações dessas empresas.

As dinâmicas de endividamento de famílias e empresas e o consequente aumento do grau de financeirização da economia americana não podem ser dissociados das escolhas de política macroeconômica. A preferência por medidas de expansão do crédito ao consumo e de manutenção do preço de ativos financeiros, em vez de medidas de estímulo à renda e ao investimento, apesar de terem mitigado os impactos da crise financeira sobre a atividade econômica, não mudaram a

trajetória de aumento da alavancagem dos agentes e da fragilidade financeira testemunhada no pré-crise. Nesse sentido, a despeito da estabilidade financeira ter ganhado importância como objetivo de política macroeconômica, as políticas vigentes nos EUA no pós-crise atuaram no sentido contrário. O objetivo final da política econômica é o crescimento sustentável da renda, e elementos como baixas taxas de juros e altos preços de ativos são, na melhor das hipóteses, meios e não fins em si mesmos.

Com a pandemia, as políticas não convencionais foram rapidamente retomadas, bem como políticas fiscais para combater os efeitos mais imediatos da crise. Segundo Duarte et al (2020), essas medidas não são inteiramente novas, já que muitas delas foram usadas por bancos centrais em diferentes momentos desde o século XIX. Ademais, não eram consideradas nem mesmo extraordinárias e sim como parte dos instrumentos regulares dos bancos centrais. Os autores defendem que essas políticas não sejam abandonadas e sim que, baseada nas experiências e aprendizados antigos e recentes, sirvam como forma de ampliar e melhorar os instrumentos de política monetária dos bancos centrais. Espera-se que ocorram mudanças em relação à forma como foram utilizados os instrumentos de política macroeconômica no episódio da crise financeira, no sentido de que haja maior coordenação entre as políticas monetária e fiscal, e que esta última não seja utilizada apenas como ferramenta emergencial, mas que também faça parte da retomada da atividade econômica. Será agora, como preconizou Skidelsky (2009) após a crise de 2008, o retorno do mestre?

Referências

- Auerbach, A. J., & Gorodnichenko, Y. (2012a), Measuring the output responses to fiscal policy, *American Economic Journal, Economic Policy*, (4), p. 1-27. doi: 10.1257/pol.4.2.1
- _____. (2012b), Fiscal multipliers in recession and expansion. In Alesina, A.; Giavazzi, F. (ed.). *Fiscal policy after the financial crisis*. Chicago: University of Chicago Press.

- _____. (2014), Fiscal multipliers in Japan, National Bureau of Economic Research, Working Paper 19911. Cambridge. doi 10.3386/w19911
- Barro, R. J. (1974), Are government bonds net wealth?. *Journal of Political Economy*, 82(6), p.1095-1117. doi <https://doi.org/10.1086/260266>
- Bean, C., Paustian, M., Penalver, A., & Taylor, T. (2010), Monetary policy after the fall, Federal Reserve Bank of Kansas City, Proceedings – Economic Policy Symposium- Jackson Hole, p. 267-328. Disponível em: <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2010/Bean_final.pdf>, acesso em 25 de fevereiro de 2019.
- Bernanke, B. S. (2009), The crisis and the policy response, speech at the Stamp Lecture, London School of Economics. London, England. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>>, acesso em 18 de dezembro de 2019.
- Blanchard, O. (2014), How the crisis changed macroeconomics, World Economic Forum. Disponível em: <<https://www.weforum.org/agenda/2014/10/olivier-blanchard-financial-crisis-macroeconomics/>>, acesso em 06 de junho de 2020.
- Blanchard, O., Dell’ariccia, G, & Mauro, P. (2010), Rethinking macroeconomic policy, IMF Staff Position Note, 12 de fevereiro.
- Blanchard, O., & Summers, L (2017), Rethinking stabilization policy: back to the future, Peterson Institute for International Economics, 8 de outubro.
- Blanchard, O., Dell’ariccia, G., & Mauro P. (2013), Rethinking macroeconomic policy II: Getting Granular, IMF Staff Position Note 13/03, 15 de abril.
- Borg, A. (2014), Fiscal policy in the shadow of debt: Surplus keynesian still works. In Akerlof, G., Blanchard, O., Romer, D., & Stiglitz, J. (ed.). What have we learned? Macroeconomic policy after the crisis, International Monetary Fund e Massachusetts Institute of Technology. MIT Press.

- Borio, C., & Drehmann, M. (2009), Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences, Bank for International Settlements, Working Paper 284, junho.
- Borio, C., & Gambacorta, L. (2017), Monetary policy and bank lending in a low interest rate environment: diminishing effectiveness?, Bank of International Settlements, Working Paper 612, fevereiro. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2017.02.005>
- Christiano, L., Eichenbaum, M., & Rebelo, S. (2011), When is government spending-multiplier large?, *Journal of Political Economy*, 119(1), p. 78-121. doi: <https://doi.org/10.1086/659312>
- Duarte, C., Modenesi, A., Licha, A., & Carré, E. (2020), Unconventional monetary policies: Lessons from the past to current monetary policy frameworks. *Brazilian Keynesian Review*, 6(1), p. 73-99, primeiro semestre. doi: <https://doi.org/10.33834/bkr.v6i1.216>
- Eggertsson, G. B. (2011), What fiscal policy is effective at zero interest rates?, *NBER Macroeconomics Annual 2010*, 25, p. 59-112, maio. University of Chicago Press. doi: <https://doi.org/10.1086/657529>
- Epstein, G. (2005), *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar, p. 3-16.
- Erceg, C. J., & Lindé, J. (2014), Is there a free lunch in a liquidity trap?, *International Financial Discussion Papers 1003*. Washington: U.S. Federal Reserve System. doi: <https://doi.org/10.1111/jeea.12059>
- Fatás, A., & Summers, L.H. (2018), The permanent effects of fiscal consolidations, *Journal of International Economics*, (112), p. 238–250. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.11.007>
- Fundo Monetário Internacional (2014), Fiscal multipliers: size, determinants, and use in macroeconomics projections, *International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department*. Setembro.

- _____. (2021), World economic outlook: Fault Lines Widen in the Global Recovery.
- Furman, J. (2018), *The fiscal response to the great recession: Steps taken, paths reject, and lessons for next time, responding to the global financial crisis what we did and why we did it*, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings. Preliminary discussion draft, 11-12 de setembro.
- Hernandez De Cos, P., & Moral-Benito, E. (2013), Fiscal multipliers in turbulent times: The case of Spain, Bank of Spain, Working Paper 1309. Madrid. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2282441>
- Lapavistas, C. (2011), Theorizing financialization. *Work, employment and society*, 25(4), p. 611-626, 2011. doi: <https://doi.org/10.1177%2F0950017011419708>
- Lazonick, W., & O'sullivan, M. (2000), Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29(1), p. 13-35. doi: <https://doi.org/10.1080/030851400360541>
- Owyang, M. T., Ramey, V. A., & Zubairy, S. (2013), Are government spending multipliers greater during periods of slack? Evidence from 20th century historical data, National Bureau of Economics Research, Working Paper 18769. Cambridge. doi 10.3386/w18769
- Palley, T, Rochon, L.P, & Vallet, G. (2019), The economics of negative interest rate, *Review of Keynesian Economics*, 7(2), p. 135-136. doi: <https://doi.org/10.4337/roke.2019.02.01>
- Romer, D. (2012), *Advanced macroeconomics*. New York: Mc Graw-Hill.
- Saraiva, P. J., De Paula, L. F., & Modenesi, A. M. (2017), Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais, *Economia e Sociedade*, Campinas, 26(1), p. 1-44, abr. doi: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n1art1>
- Skidelsky, R. (2009), *Keynes: The return of the master*, Public Affairs, New York.
- Smagui, L. B. (2014), Monetary policy, the only game in town? In Akerlof, G., Blanchard, O., Romer, D., & Stiglitz, J. (ed.). *What have we learned?*

Macroeconomic policy after the crisis, International Monetary Fund e Massachusetts Institute of Technology. MIT Press.

Stockhammer, E. (2007), Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. *Working Paper Series*, Political Economy Research Institute, 142.

Stockhammer, E., Qazizada, W., & Gechert, S. (2016), Demand Effects of Fiscal Policy since 2008, Post Keynesian Economics Study Group. Working Paper 1607. doi:10.4337/roke.2019.01.05

Svensson, L. E. O. (2014), Forward guidance, National Bureau of Economic Research. *Working Paper 20796*. Cambridge-MA, dez. doi 10.3386/w20796. Recuperado de <<https://www.nber.org/papers/w20796>>.

_____. (2018), Monetary policy and macroprudential policy: different and separate? *Canadian Journal of Economics*, 18, p. 802-27. doi: <https://doi.org/10.1111/caje.12345>

Taylor, J.B. (2018), Government as a cause of the 2008 financial crisis: A reassessment after 10 years, Hoover Institute, Stanford University. "Workshop Series on the Financial Crisis: Causes, The Panic, The Recession, Lessons", 19 de outubro.

U.S. Congress (2009), H. R. 1 – American Recovery and Reinvestment Act. Recuperado de <<https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/1/text>>.

Van Der Zwan, N. (2014), Making sense of financialization, *Socio Economic Review*, 12, p.99-129. doi: <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>

Woodford, M. (2009), Convergence in macroeconomics: Elements of the new synthesis, *American Economic Journal: Macroeconomics*. 1(1), p. 267-279. doi: 10.1257/mac.1.1.267

_____. (2011), Simple analytics of the government expenditure multiplier, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(1), janeiro, p. 1-35. doi: 10.1257/mac.3.1.1. Recuperado de <<https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/mac.3.1.1>>