

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A EVOLUÇÃO DO ARCABOUÇO DE POLÍTICA MONETÁRIA NO
BRASIL FRENTE AOS NOVOS DILEMAS DECORRENTES DA CRISE
DE 2008

FELIPE MACHADO SOARES GENTIL

MATRÍCULA: 0912098

ORIENTADORA: MONICA BAUMGARTEN DE BOLLE

JULHO 2013

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

Sumário:

Capítulo I: IT - Apresentando o Sistema de Metas para a Inflação

- 1- Intuição sobre o fenômeno da Inflação (pg. 6);
- 2- O comportamento dos agentes (pg. 6);
- 3- Inflação, investimento e PIB potencial (pg. 8);
- 4- Os modelos quantitativos até 1990 (pg. 10);
- 5- O surgimento do IT (pg. 11).

Capítulo II: IT – O caso brasileiro.

- 1- O caos até 1994 (pg. 13);
- 2- O Plano Real (pg. 16);
- 3- Implementando o IT no Brasil (pg. 19).

Capítulo III: A crise e as respostas dos BCs.

- 1- O FED e a crise (pg. 22);
 - 1.1- A crise das ponto com (pg. 22);
 - 1.2- Explicando a crise: a formação da bolha (pg. 23);
 - 1.3- O FED e os QE's (pg. 34);
- 2- O desafio brasileiro (pg. 44).

Capítulo IV: PIB Nominal: uma alternativa ao IT (pg. 56).

Bibliografia – pg. 61.

Gráficos:

1. IPCA (1990 – 2013) – pg. 13;
2. NASDAQ (1993 – 2013) – pg. 22;
3. USA GDP (1999 - 2008) – pg. 25;
4. Taxa hipotecária 30 anos nos EUA (1995 – 2008) – pg. 25;
5. A Grande Moderação – pg. 26;
6. S&P/Case Shiller Home Prices Index – pg. 28;
7. Lei de Potência – pg. 30;
8. Distribuição Normal – pg. 31;
9. Mapa da estabilidade financeira global – pg. 32;
10. Global Financial Network – pg. 33;
11. BS do FED, BoE e ECB – pg. 34;
12. EUA Initial Jobless Claims – pg. 36;
13. USA GDP (2007 – 2013) – pg 36;
14. Trajetória dos juros básicos norte-americanos – pg 37;
15. USA Loans to the private sector – pg 37;
16. Velocidade da moeda – pg 39;
17. Multiplicador do M2 – pg 40;
18. IBC-Br, crédito livre e inflação – pg 48;
19. Balança comercial brasileira – pg 49;
20. Câmbio R\$/US\$ – pg 52;
21. Investimento X Crescimento – pg 55.

Introdução:

O trabalho terá como tema principal os desdobramentos da crise de 2008 no que diz respeito a condução de política monetária, contemplando, em especial, o caso brasileiro.

Analisaremos os novos dilemas que cercam os métodos heterodoxos usados pelas autoridades econômicas para recuperar o passo do crescimento.

Ao passar pelas ferramentas as quais recorreram o FED e o BCB, tentamos analisar o nível de eficácia atingido observando o comportamento das variáveis-alvo das políticas, bem como levantar alternativas de condução, quando cabíveis.

No cerne de nossa discussão, a forma de condução das políticas fiscal e monetária no Brasil será cuidadosamente estudada e criticada. Analisaremos como evoluiu o arcabouço de política monetária no Brasil à luz dos acontecimentos externos e mudanças nas ações e objetivos de outros bancos centrais. Discutiremos a hipótese de ocorrência de um forte viés político por trás das motivações e decisões do BCB, que deveria ser independente o suficiente para entregar sua meta formal, a estabilidade de preços.

A partir da análise das políticas da Fazenda e BC, e das variáveis de agregados macro no Brasil, tentaremos traçar um cenário de convergência para a economia brasileira. Nesse sentido, consideraremos, em especial, a possibilidade de estarmos caminhando, mesmo que não explicitamente (i.e., não como discurso oficial), de um regime de metas de inflação para outro em que o *target* seria a medida de PIB nominal.

Capítulo I:

IT – Apresentando o Sistema de Metas para a Inflação

1. Intuição sobre o fenômeno da Infação.

Nas palavras de Milton Friedman: *“In the long run, inflation is always and everywhere a monetary phenomenon”*. Em outras palavras, já dizia o economista novaiorquino: “A carestia estará sempre convosco.” E o povo: “Ela está no meio de nós”.

Desenvolvendo a ideia proposta por Friedman, enxergamos o fenômeno inflacionário como elemento intrínseco ao mercado de trocas, à sociedade e, ainda, essencial ao desenvolvimento do capitalismo.

Inflação baixa, estável e previsível é sintoma de estabilidade financeira e econômica e fruto de uma política monetária bem calibrada aliada a uma política fiscal responsável, o que garante aos agentes econômicos boas condições para tomar suas decisões de investimentos. Quanto mais límpido estiver o horizonte temporal à frente dos investidores, mais longos poderão ser os projetos escolhidos.

2. O comportamento dos agentes.

Fazendo uma análise mais íntima, se determinado agente (uma empresa, como exemplo) pretende se financiar para um investimento e o mercado de capitais não consegue fazer boas estimativas para os preços relativos, os prêmios de risco exigidos pelas instituições financeiras potenciais credoras daquele projeto se alargam significativamente. O mesmo ocorre no caso de verificarmos expectativas desancoradas para a inflação, quando os agentes esperam encontrar preços muito mais altos no futuro. Diante de um custo financeiro muito maior para implementar

seus investimentos, uma série de projetos deixa de ser viável ou interessante às empresas.

É interessante observar que esse impacto negativo sobre o nível de investimento não se limita aos casos em que os projetos dependem de financiamento externo, mas também se fazem verdade quando os agentes já têm reservas líquidas para iniciar o investimento. A diferença é, grosso modo, apenas o spread derivado do termo (duration) e do risco (do tomador do empréstimo) que os credores colocam sobre a curva de inflação esperada naquele horizonte de tempo. Nesse segundo caso, o investidor está livre desses custos financeiros, mas não de uma possível corrosão inflacionária sobre os rendimentos de seu projeto. Além disso, seu custo de oportunidade (investir em um título soberano que remunera pela inflação, por exemplo) tenderá a se elevar consideravelmente. Portanto, também nesse caso, os prêmios (retornos) exigidos pelos agentes se alargam, deixando uma série de projetos engavetada.

Para estender a análise, recorreremos às teorias desenvolvidas por alguns pensadores socioeconômicos do século XX, como Joseph Schumpeter e James Buchanan. Em linhas gerais, defendem a iniciativa privada como aquela capaz de fazer investimentos eficientes, mesmo do ponto de vista social. Segundo Scumpeter, por exemplo, era a figura do empreendedor a responsável por gerar as inovações que quebrariam as condições do equilíbrio vigente, rumo a um novo ciclo de expansão econômica. Seguindo nessa linha, Buchanan afirma que os agentes, independente do meio (político ou econômico), sempre tomarão suas decisões de forma racional e egoísta. Portanto, se no meio econômico o objetivo é o lucro, enquanto no meio político visa-se ganhar eleições (votos), seria sensato

concluir que os investimentos privados serão os mais eficientes, mesmo no âmbito social. Seria ingênuo pensar que, ao ser eleito a um cargo público, um indivíduo qualquer abriria mão de seus interesses pessoais por um bem comum, quebrando, assim, a premissa de um Estado benevolente, que seria capaz de combinar as preferências dos cidadãos de forma a implementar políticas socioeconômicas ótimas.

Entretanto, esses dois pensadores divergem quanto ao papel do Estado na economia: enquanto Schumpeter defende um Estado minimalista, que garantiria apenas as condições mais básicas para que o espírito empreendedor pudesse promover os ciclos de expansão, como falado anteriormente, Buchanan diz que não deveríamos nos preocupar em ter um Estado “menor”, mas um Estado “melhor”. Apesar de divergirem quanto ao meio, ambos visam a melhor contribuição governamental para a livre iniciativa.

3. Inflação, investimento e PIB potencial.

Transportando essas teorias para analisar as distorções produzidas pela inflação sobre o desenvolvimento socioeconômico, podemos concluir que o Estado deve estar presente para garantir as melhores condições para que a iniciativa privada consiga calibrar seus projetos de investimento de forma eficiente.

Evoluímos agora para um olhar mais minucioso sobre os investimentos. Tomamos o caso de uma economia que cresce pouco e com baixo potencial para acelerar. Para estimular a atividade e o crescimento da renda, o governo recorre a um aumento nos gastos, tipicamente uma medida de aceleração pelo lado da demanda. O aumento no agregado dos gastos do

governo se reflete em consumo, mais empregos e, conseqüentemente, mais renda, o que deve atrair votos, maximizando a função de utilidade dos governantes. Entretanto, os efeitos positivos das medidas de estímulo à demanda sobre o produto se dissipam com o tempo porque nenhuma alteração estrutural foi feita, deixando apenas a poluição inflacionária decorrente desse “voo de galinha” no ar.

Por outro lado, investimentos direcionados ao lado da oferta, como em infraestrutura, por exemplo, também empregam e geram renda, mas só darão retorno a longo prazo, o que não é do interesse de governantes, que limitam seus planos de ação a horizontes mais curtos, visando o próximo ciclo eleitoral. Caberia, portanto, ao setor privado a responsabilidade por esses investimentos que, de fato, geram ganhos de produtividade, aumentando o produto potencial e gerando crescimento sustentável a longo prazo.

Concluimos, portanto, como falamos no início do trabalho, que dependerá de uma combinação de política monetária bem calibrada e disciplina fiscal, o equilíbrio econômico e financeiro necessário a implementação de projetos de investimentos eficientes pelo setor privado. Investimentos estes, que produzirão crescimento sustentável a longo prazo, livre da poluição inflacionária.

A partir da conclusão tirada no parágrafo anterior, passaremos a discutir a forma de atuação das lideranças político-econômicas no sentido de prover o mercado de condições econômicas favoráveis ao investimento e ao desenvolvimento.

4. Os modelos quantitativos até 1990.

Até a década de 1990 os BCs, em geral, maximizavam funções de utilidade com vários objetivos, tais como, estabilidade de preços, estabilidade do emprego e/ou produto. Seguindo a fio a teoria dos livros-texto de economia, os Bancos Centrais seguiam metas intermediárias para o estoque de moeda (agregados M1, M2 e M3), usando os instrumentos que lhes cabiam: as reservas compulsórias e a base monetária.

Entretanto, os mecanismos usados por esses sistemas passavam por algumas premissas que não se faziam valer em muitas ocasiões, como, por exemplo, a ideia de que a demanda por moeda é constante, condição básica para a previsibilidade do modelo e coordenação das expectativas.

Os choques do petróleo desordenaram amplamente a dinâmica dos preços relativos (com muito mais força em economias menos desenvolvidas, claro) e evidenciaram as deficiências técnicas dos modelos de metas quantitativas, que passaram a ser abandonadas a partir de 1990, quando a Nova Zelândia inaugurou o sistema de metas para a inflação.

Embora os bancos centrais tivessem abandonado as metas quantitativas, as razões que os levaram a adotá-las persistiam. A necessidade de uma âncora nominal que servisse de balizadora dos preços relativos.

Alguns modelos alternativos de metas cambiais foram testados, mas a grande maioria das economias não conseguiu resistir a ataques especulativos sobre suas moedas, nos casos em que os países incorriam em um quadro de fundamentos econômicos fracos.

A suscetibilidade dos países às corridas bancárias (bancos e BPs) sob regimes de câmbio fixo e ajustável ficou evidente com as crises dos países emergentes nos anos 90. Portanto, todos foram buscar novas âncoras nominais.

5. O surgimento do IT.

Os neozelandeses criaram o modelo de *Inflation Targeting*, no qual a âncora nominal pretendida eram os próprios preços relativos. O modelo desenhado e seguido por muitos outros Bancos Centrais seguia seis princípios básicos:

- 1- Anuncio público de uma meta formal de inflação;
- 2- Estabilidade de preços como cerne da função-objetivo do BC;
- 3- Instrumentos de previsão da inflação: modelagem e informações subjetivas;
- 4- Autonomia operacional do BC;
- 5- Transparência (comunicação): reuniões, atas, relatórios de inflação, etc.;
- 6- Accountability: explicação em caso de descumprimento.

Ainda que o sistema de metas para a inflação tenha se propagado amplamente pelo mundo, economias centrais seguem modelos paralelos, como o FED e o BCE.

Nos Estados Unidos existe um mandato duplo, de controle inflacionário e do nível de emprego (a priori, igualmente importantes), enquanto na Europa há um mandato lexicográfico, onde a meta primária é a estabilidade de preços, seguida pela estabilidade do produto. Em ambos os casos o instrumento principal é os juros, mas no caso europeu há uma meta

intermediária para o M3 (4,5% em dois anos), herança do Bundesbank, o que faz com que o BCE se comporte de maneira mais reticente em face dos ciclos econômicos, como se verificou na resposta a crise de 2008.

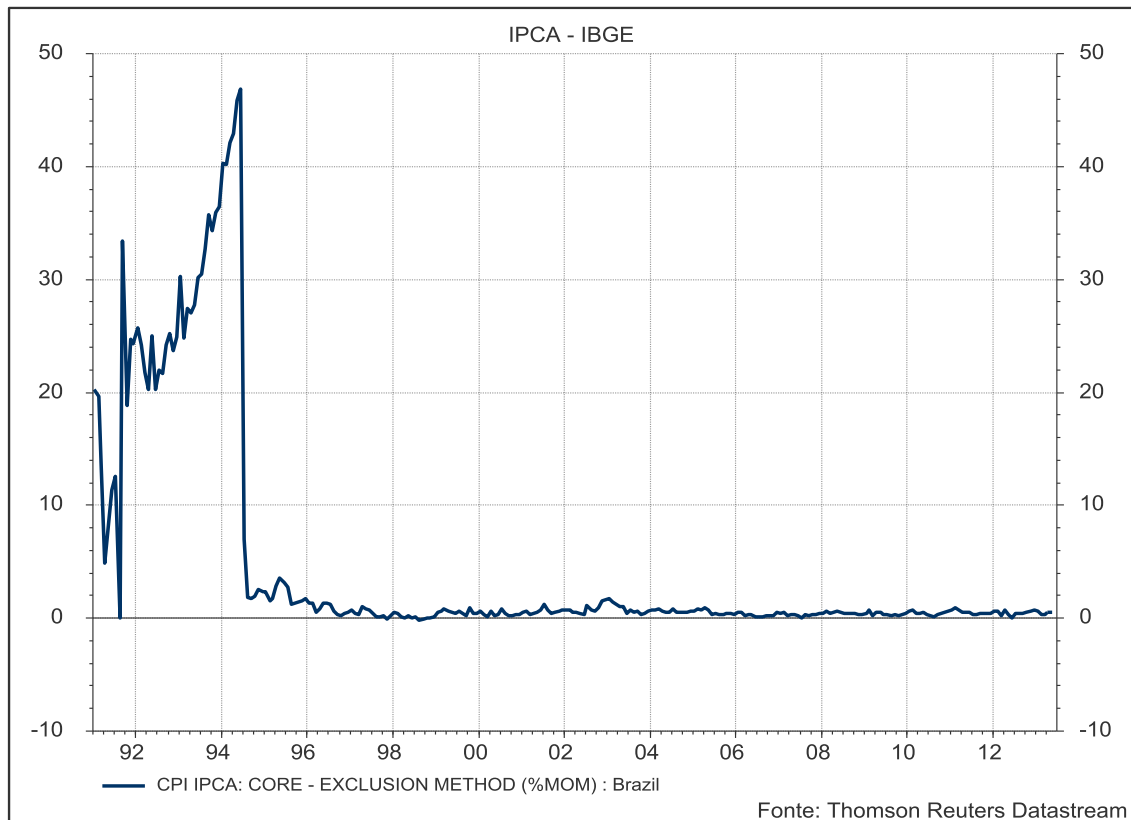
No caso brasileiro, o início do processo de acomodação e controle inflacionário se deu com o advento do Plano Real. Entretanto, os mecanismos utilizados somente pelo plano eram muito custosos, o que nos levou a seguir o modelo de metas para a inflação a partir de 1º de Junho de 1999. No Brasil, o principal canal pelo qual o IT contribuiu para o controle de preços foi via expectativas.

Desenvolveremos em mais detalhes o caso brasileiro no próximo capítulo.

Capítulo II:

IT – A instauração do modelo no Brasil

1. O caos até 1994.



Esse era o quadro pelo qual a economia brasileira passava, de total descontrole inflacionário de meados da década de 80 até 1994, no advento do Plano Real, que mudou drasticamente a realidade brasileira entregando, definitivamente a estabilidade e o equilíbrio a economia do país. Como falamos no primeiro capítulo, inflação baixa, estável e previsível é condição indispensável às decisões de consumo e investimentos.

O Brasil passou por anos de hiperinflação e por várias tentativas frustradas de alcançar o equilíbrio financeiro, formatadas em planos de estabilização (sete no total) mal conduzidos onde as reformas fiscais e monetárias não surtiram os efeitos pretendidos.

Além de erros de medida para as variáveis-alvo das políticas implementadas, o governo brasileiro também carecia de credibilidade no que tange a responsabilidade fiscal, o que acabava por comprometer a eficácia dessas políticas.

A realidade dos tomadores de decisão era muito complicada: comerciantes tinham que reprecificar suas mercadorias várias vezes ao longo do dia, vendo seus custos dispararem. O poder de compra da moeda se deteriorava em ritmo assustador e por isso os consumidores não faziam desenhos monetários reais a não ser que fossem fazer alguma transação imediatamente (sendo “ m ” o estoque de moeda em poder do público, $m=M/P$, se os preços disparam, ou seja, $P \rightarrow \infty$, para a mesma oferta de moeda “ M ”, $m \rightarrow 0$). Os investidores não conseguiam traçar um cenário prospectivo decente para a inflação, o que inibia a iniciativa privada e, por isso, passamos por anos de investimento privado baixíssimo.

Falando em agregados macroeconômicos, os maiores vilões da inflação brasileira eram:

- i) Política fiscal frouxa e irresponsável, que além de estimular a inflação pelo lado da demanda, fazia o Brasil transparecer para o mercado como uma economia de fundamentos fracos, o que nos deixava muito vulneráveis a ataques especulativos sobre nossas moedas;
- ii) A indexação generalizada dos mais variados setores da economia, que fazia com que os preços e salários fossem reajustados em ritmo muito superior ao passo com que evoluíam os ganhos reais.

Foi, então, no início de 1990, quando Fernando Collor de Mello assumia a presidência da República, que o índice mensal de inflação no Brasil atingira seu pico, aos 81%.

Diante desse quadro caótico, o governo lançou imediatamente mais um plano de Estabilização, este, nomeado Collor I. Entre as principais medidas estavam:

- i) Introdução do Cruzeiro no lugar do Cruzeiro Novo;
- ii) Criação do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras);
- iii) Congelamento de preços e salários;
- iv) Aumento dos preços de serviços públicos;
- v) Indexação imediata dos impostos;
- vi) Eliminação de alguns incentivos fiscais;
- vii) Introdução da cobrança de uma taxa para cada transação de *overnight*, que antes não tinha custos.

Como em outros casos, por um breve momento, o Plano Collor I teve um impacto positivo sobre a dinâmica inflacionária, que cedeu nos primeiros meses, mas voltou a patamares superiores a 20%a.m. já em Janeiro de 1991.

Diante de mais um insucesso, outra tentativa: saiu o Plano Collor II, com outra rodada de congelamento de preços e salários e a criação da TR (Taxa de Referência), que flutuava seguindo as projeções de inflação.

O Collor II também teve efeito positivo limitado a alguns meses. Em dezembro daquele ano, o índice mensal voltava a romper a barreira dos 20%.

Com a saída de Collor, Itamar Franco assume a presidência e comanda um governo marcado pela sucessiva troca de

ministros da área econômica. Durante seu governo, o índice mensal de inflação no Brasil se desprende do patamar de 20% e dispara aos 40%.

2. O Plano Real.

Em 1993, a figura de Fernando Henrique Cardoso aparece com a criação de um novo programa de estabilização que posteriormente evoluiria com a implementação do Plano Real, oficialmente adotado em Julho de 1994 (com a publicação da MP nº 434 no DOU) que definitivamente trouxe estabilidade a economia brasileira.

Os grandes pilares que sustentavam o sucesso do Plano Real eram dois:

- i) Um amplo ajuste fiscal, que finalmente devolveu a credibilidade ao setor público brasileiro e equilibrou (até certo ponto) o BP do país;
- ii) A criação de um novo sistema de indexação monetário, a Unidade Real de Valor (URV), que foi gradualmente ganhando espaço na economia, até que de fato se transformou em moeda oficial, o Real.

O equilíbrio fiscal foi custosamente alcançado mediante um corte amplo das despesas estatais em conjunto com um aumento de 5% em todos os impostos federais. Além dessas medidas para fortalecer os cofres públicos, o governo deu início a uma onda de privatizações que serviu para dar fôlego às contas da União até certo ponto, quando algumas crises internacionais (Crise do México de 1995, Crise Asiática 1997-1998 e Crise da Rússia 1998, principalmente) prejudicavam o Balanço de Pagamentos (BP) brasileiro.

Diante de qualquer indício de fragilidade no cenário internacional, os grandes investidores tiravam seu capital das economias emergentes, de fundamentos mais fracos e mais suscetíveis aos choques externos. Na tentativa de restringir a saída de capitais, o Brasil era obrigado a elevar a taxa básica de juros, para voltar a ser investimento atrativo. Esse movimento encarecia o financiamento do governo, fazendo a dívida pública disparar.

Todo esse esforço de responsabilidade fiscal era muito custoso para as contas da União e a sociedade também sentiu os efeitos dessa retração de gastos na forma de desemprego.

A URV, também fundamental pilar do sucesso do Plano, foi inserida no mercado como indexador para transações monetárias e seu uso estimulado gradualmente pelo governo. A unidade de referência foi ganhando espaço e, quando sua utilização já estava disseminada pela economia e os preços, salários e impostos já estavam sendo amplamente marcados em URVs (ainda que as transações reais fossem feitas em Cruzeiros Reais), viu-se espaço para a criação de uma nova moeda oficial, o Real, cotado a CR\$ 2.750 no dia de sua adoção definitiva, a 1º de Julho de 1994.

A estabilidade foi de fato alcançada, mas as condições que a sustentavam não seriam suficientes em longo prazo. Em Lanzana, 2001, pg. 168, vemos uma excelente caracterização do quadro econômico brasileiro que evidenciava a necessidade de consolidar essa condição de equilíbrio:

“Uma análise mais detalhada não deixava dúvidas de que a política econômica dessa fase do real era insustentável no longo prazo: pelo menos três fatores justificavam essa posição:

a) A prática de juros elevados pressionava a dívida interna, a qual passou de 29% do PIB em 1993 para 50 % em janeiro de 1999;

b) Os recursos da privatização tenderiam a esgotar-se ao longo do tempo, reduzindo a perspectiva de captação de recursos externos, via investimentos diretos;

c) O grau de endividamento externo também era limitado;

d) A dependência em relação ao capital externo, devido ao elevado déficit em conta corrente, tornava o país extremamente vulnerável a qualquer mudança no cenário internacional.”

(LANZANA, 2001, pg. 168)

De fato tínhamos controlado a inflação, mas o quadro das contas externas era muito preocupante e o regime de bandas cambiais se mostrava incompatível com a nova realidade do país e objetivos do governo. Diante disso, tivemos um novo programa de medidas, que serviria exatamente para dar sustentabilidade ao equilíbrio alcançado, encontrando, finalmente, o que ficou conhecido como o Tripé Econômico:

i) O controle dos gastos públicos já estava na pauta dos compromissos do governo desde o Governo de Itamar e foi fortalecida com a promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101, de 04/05/2000), que previa restrições orçamentárias, com o objetivo de preservar a situação fiscal dos entes

federativos, garantir a saúde financeira dos estados e municípios, a aplicação de recursos nas esferas adequadas, bem como uma boa herança administrativa aos futuros gestores;

- ii) Uma das novidades foi o abandono do regime de bandas cambiais. Adotamos um regime de câmbio flutuante, em que o Banco Central interviria somente em episódios de oscilação muito forte da cotação do Real.
- iii) A segunda e, provavelmente, mais importante ação tomada foi a **adoção, através do Decreto 3.088, em 21 de Junho de 1999, do sistema de metas de inflação como mandato oficial do Banco Central Brasileiro.**

3. Implementando o IT no Brasil.

O caso brasileiro foi instalado nos moldes descritos no primeiro capítulo do presente trabalho, tanto em termos de fundamento, pela intenção de produzir crescimento real a longo prazo (lembrando que inflação baixa, estável e previsível é condição essencial para fortalecer o produto potencial de uma economia), quanto pelas características operacionais gerais do modelo, incluindo, principalmente, **autonomia operacional, transparência e compromisso inabalável com sua meta.**

As características operacionais exclusivas ao modelo brasileiro são, basicamente: uma meta anual (com fechamento em Dezembro) para o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que

servirá oficialmente como única diretriz de mandato para o Banco Central Brasileiro. O principal instrumento para perseguir o centro da meta é a Selic (taxa dos juros básicos da economia), definida pelo COPOM (Comitê de Política Monetária) em reuniões periódicas (hoje são 8 anuais, mas anteriormente eram mensais) com duração de dois dias.

O COPOM é composto pelos membros da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil: o presidente, que tem o voto de qualidade; e os diretores de Administração, Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos, Fiscalização, Organização do Sistema Financeiro e Controle de Operações do Crédito Rural, Política Econômica, Política Monetária, Regulação do Sistema Financeiro, e Relacionamento Institucional e Cidadania. No primeiro dia de reunião ainda participam outros departamentos do BCB, incumbidos de prover aos votantes toda a informação relevante da economia doméstica e internacional.

Seguindo o compromisso com a transparência das políticas adotadas, o Comitê divulga suas decisões sobre a Selic – e viés, quando houver – imediatamente a imprensa, tão logo é expedido o Comunicado através do Sistema de Informações do Banco Central (Sisbacen).

Toda a pauta da reunião, desde os cenários analisados, passando pelas projeções até a decisão final é divulgada em Ata aberta ao público na quinta-feira da semana posterior a reunião.

Também é de responsabilidade do BCB a publicação do Relatório de Inflação trimestral, que analisa detalhadamente a conjuntura econômica e financeira do País, bem como apresenta suas projeções para a taxa de inflação.

Veremos nos capítulos a seguir que, principalmente depois da crise de 2008, nossa liderança político-econômica passou por momentos de desconforto com o mercado no que tange aos princípios de autonomia operacional, transparência e compromisso com a estabilidade de preços, comprometendo muito a credibilidade do BCB, em meio a um cenário já de muita desconfiança por parte dos agentes em relação à recuperação do ritmo de atividade no Brasil e no mundo.

Vimos nosso BC desviar-se de seu maior compromisso, a estabilidade de preços, em clara tentativa de alinhar-se às políticas de estímulo a atividade adotadas pelo Governo (Ministério da Fazenda). Por mais que tenha feito o movimento certo em alguma ocasião (como na virada de mão nos juros em Agosto de 2011, quando apostou que o ritmo de atividade externa se desaceleraria novamente), a credibilidade da instituição foi posta em xeque diversas vezes, como quando pessoas ligadas ao governo davam palpites sobre as decisões do COPOM.

No capítulo III de nosso trabalho, estudaremos o tratamento dado pelo FED, BCE e, principalmente o BCB aos efeitos da crise de 2008.

Capítulo III:

A crise de 2008 e as respostas dos BCs

Consideraremos os acontecimentos a partir do ano 2000 como horizonte relevante para nosso estudo sobre o cenário econômico internacional, com especial atenção ao caso norte-americano, palco da eclosão da crise de 2008.

1. O FED e a crise.

1.1- A crise das ponto com.

Nos Estados Unidos, a bolsa NASDAQ passou pela febre das empresas de Internet, fazendo o índice alcançar seu recorde histórico, a 5.048,62 pontos (gráfico abaixo), o que veio a ser lido pelo mercado como uma bolha, que mais tarde viria a ser conhecida como a bolha das ponto com: uma série de empresas de internet abriram capital na bolsa e o mercado foi envolvido por um otimismo excessivo acerca do desempenho das ações.



Após o pico, em 10 de março de 2000, o mercado virou e o resultado foi dramático: queda de 75% até agosto daquele ano levou mais de cinco mil companhias a fecharem as portas.

A recessão deflagrada pelo episódio das ponto com foi a última grave crise antes da de 2008.

1.2 – Explicando a crise: a formação da bolha.

No campo da política econômica, o governo Clinton havia equilibrado as contas do governo e iniciado um programa de incentivo à compra da casa própria, política esta, que viria a ser parcialmente revertida durante o Governo Bush, que deu prioridade ao corte de impostos aos mais abastados. Enquanto isso, Greenspan deu conta de levar as taxas de juros norte-americanas a níveis relativamente baixos, considerando o histórico do país, num ciclo que se estendeu até Julho de 2003.

Falando sobre a crise recém passada, Greenspan, em 2002, deixa evidente qual a visão do FED sobre a ocorrência de bolhas e o tipo de reação esperada e pretendida pela instituição, que deverá agir apenas para mitigar os efeitos negativos da bolha, suavizando a transição até o novo ciclo de expansão. Segue trecho extraído de seu pronunciamento:

“We at the Federal Reserve considered a number of issues related to asset bubbles. As events evolved, we recognized that, despite our suspicions, it was very difficult to definitively identify a bubble until after the fact - that is, when its bursting confirmed its existence.

Moreover, it was far from obvious that bubbles, even if identified early, could be preempted short of the central bank

inducing a substantial contraction in economic activity - the very outcome we would be seeking to avoid. (...)

Instead, we noted in the previously cited mid-1999 congressional testimony the need to focus on policies to mitigate the fallout when it occurs and, hopefully, ease the transition to the next expansion."

De qualquer forma, seguindo a linha de Bernanke (2002), assim como é para o mercado, também será para o FED muito difícil saber dizer onde está ocorrendo uma bolha ou não, devido ao fato de ser muito complexo o cálculo do valor essencial de uma ação ou empresa. Indo além, mesmo que conseguíssemos enxergar as bolhas, ainda assim os instrumentos de política monetária são muito impotentes no sentido de corrigir as falhas que geraram a bolha com eficiência e restrição aos danos colaterais. Isso quer dizer que, para conter a evolução de preços em um determinado mercado, o ajuste nos juros teria que ser muito forte para que pudéssemos esperar que a correção fosse feita com sucesso. Além disso, em alguns casos, a bolha é resultado de má regulação, não sendo assim sujeita ao efeito da taxa de juros.

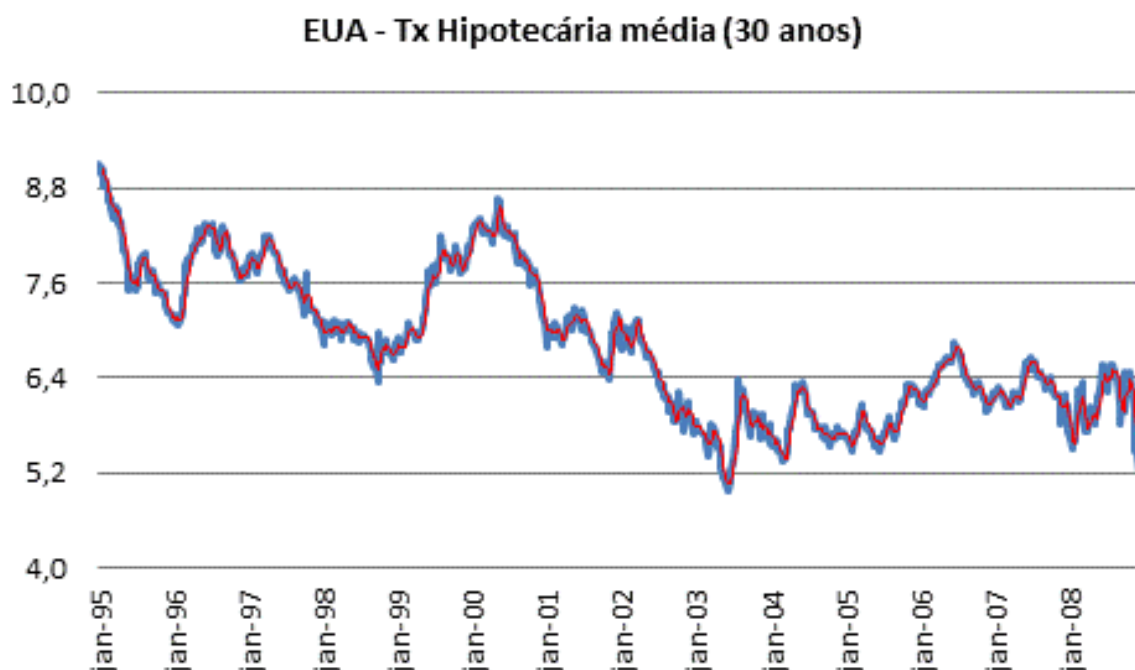
Seguiu-se a isso uma discussão acerca da meta ideal para os BCs, a partir da sugestão de muitos economistas de colocar como meta paralela a estabilidade de preços dos ativos (Equities, bonds, etc.). A conclusão, a partir de um estudo feito pelo próprio Bernanke, é que seria contraproducente tentar pilotar as duas variáveis e que a dinâmica dos preços dos ativos só deveria passar a ser preocupação dos Bancos Centrais se afetassem suas projeções ou intenções para a inflação. De qualquer forma, a

melhor maneira de manipular os preços dos ativos seria via medidas “micro”, de regulação, por exemplo.

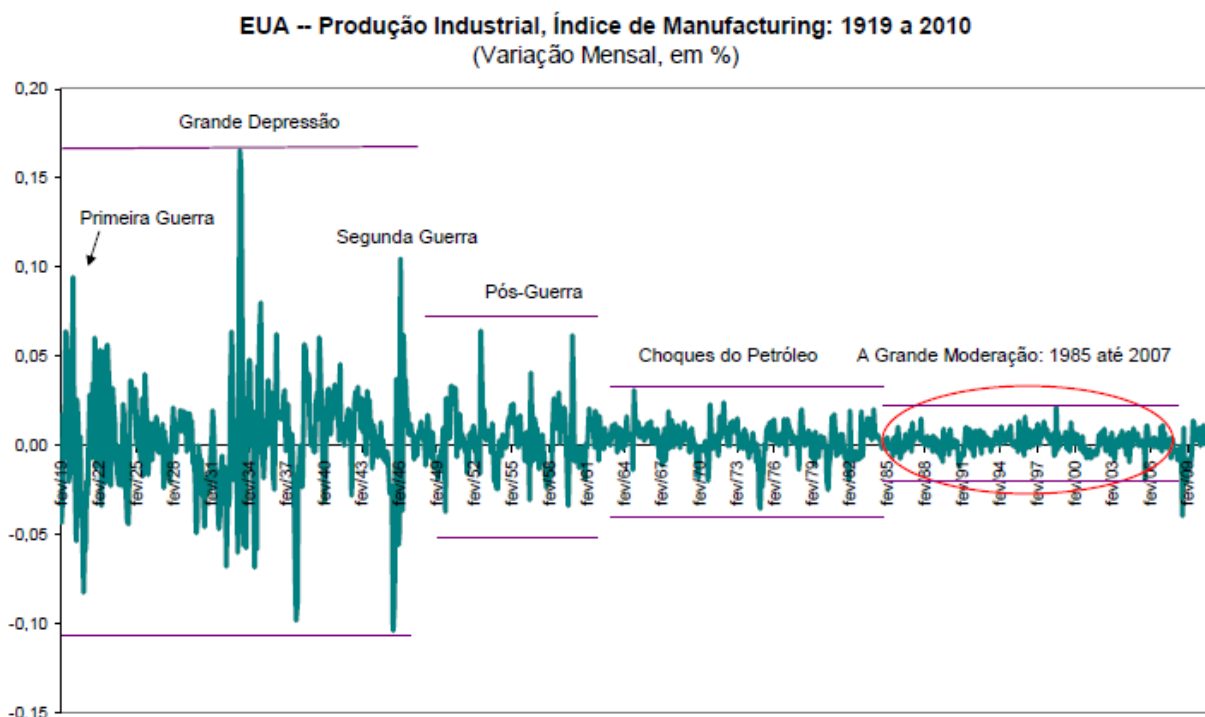
O resultado desses debates foi que a maioria dos BCs decidiram por seguir o modelo de inflação puro e alguns, como o FED em relação ao nível de emprego, abraçaram outros agregados macroeconômicos.



Passando o filme até 2008, vimos a economia norte-americana crescer razoavelmente bem (média próxima a 2%a.a., como mostra o gráfico acima), contando com um forte crescimento do setor imobiliário, este impulsionado pela queda da taxa hipotecária (abaixo).



Do ano de 1990 a 2006, passamos pelo período que ficou conhecido como A Grande Moderação, quando a volatilidade do PIB e da inflação recuou nos EUA e no mundo (gráfico abaixo), fenômeno em boa parte explicado pela política monetária focada no controle de preços (IT). Entretanto, como se pôde perceber posteriormente, o modelo chinês de produção em larga escala foi o que mais contribuiu para que a economia global acelerasse



fortemente, sem grande poluição inflacionária.

Aproximando nossa análise da crise em si, traremos à luz de nosso debate a teoria de Hyman Minsky (“A Theory of Systemic Fragility”, 1976), que nos diz que as crises, sobretudo as originadas por longos ciclos de excesso de crédito, tem causas endógenas.

Quando passamos por longos períodos de crescimento (e crédito abundante) da renda, os agentes, na média, ficam mais

propensos ao risco, devido a uma sensação de que o período de ganhos se prolongará por mais tempo. Essa mudança de percepção os leva a tomar posições cada vez mais perigosas (valendo tanto para tomadores como para doadores, em operações).

Seguindo essa dinâmica, eventualmente atingiremos um ponto crítico em que a proporção de agentes comprometidos de forma perigosa e então a crise financeira pode ocorrer. Segundo Minsky, existem três faixas de risco:

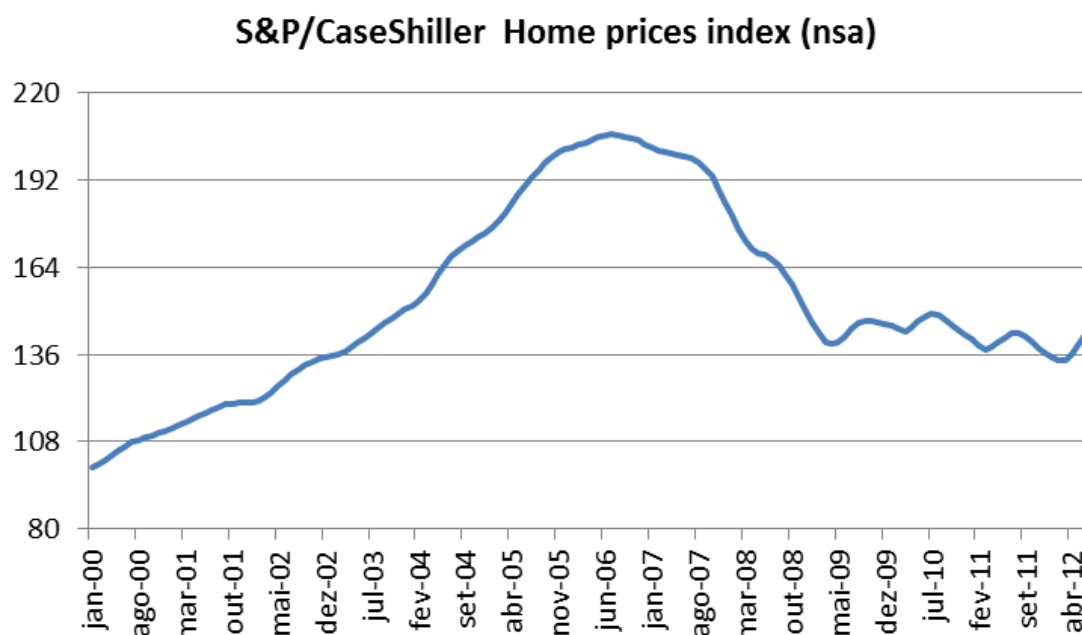
- Hedged: baixo risco;
- Especulativo: risco intermediário;
- Ponzi: risco alto e insustentável.

Levando em conta essa formatação, ao longo de um ciclo de expansão, a proporção de agentes em posições “Hedged” cai, enquanto no grupo “Ponzi” ela aumenta.

Conclui-se que o mecanismo é endógeno (como propôs Minsky) uma vez que depende de uma função de reação *endógena* do perfil de aversão/propensão ao risco dos agentes econômicos.

Levando essa análise ao contexto norte-americano pré-crise, o que ocorreu foi que o período de bonança iniciado após o vale provocado pela crise das ponto com, com taxas de juros em patamares baixíssimos, levou os indivíduos e instituições financeiras a tomarem posições mais arriscadas do que deveriam, por acreditarem que o ciclo de renda em expansão perduraria por mais tempo. No caso americano, o choque de riqueza que gerou todo esse movimento foi o forte aumento nos

preços dos imóveis, iniciado a partir da política de estímulo do



Governo Clinton, como mostra o gráfico abaixo.

Devemos considerar ainda o risco sistêmico inerente ao nível de desenvolvimento do mercado financeiro que temos hoje.

Primeiramente, destacamos o nível de alavancagem dos bancos, que além de serem, em essência, instituições com balanço descasado temporalmente (ativos de longo prazo e passivos de curto prazo), estavam emprestando com frouxidão excessiva, além de outras operações estruturadas de alto risco. Sobre o risco das operações, cabe dizer que as agências classificadoras talvez não tenham desempenhado seu papel da melhor forma, negligenciando o perigo real em alguns casos. Esse comportamento, tanto por parte dos bancos quanto das agências, foi muito questionado e duramente criticado por

frentes que os culpam por terem posto os ganhos individuais acima da moral e da estabilidade econômica.

Três pontos principais explicam o quadro insustentável ao qual a economia norte-americana chegou no final de 2007:

- A securitização dos ativos, com a crença de que a conjugação de ativos diversos diminuiria o risco por trás de um título composto por eles, permitia taxas mais baixas de financiamento e financiamento abundante. Além do mais, o risco dos títulos era repassado para terceiros, diminuindo o incentivo por uma originação responsável. Além disso, esses ativos, por serem negociados em mercado de balcão, careciam de transparência;
- Agências de rating, guiadas por esta lógica, davam altas notas de crédito a este tipo de ativo, possibilitando que os mesmos entrassem em carteiras voltadas para produtos de baixo risco e prazo longo, como fundos de pensão, seguradoras e etc., que não percebiam os riscos subjacentes nestes ativos;
- A crença de que os riscos macroeconômicos eram baixos, e de que “os preços de casas não podem cair”, levaram a uma precificação errada dos ativos lastreados em hipotecas.

Em segundo lugar, a teoria de redes complexas nos traz o entendimento sobre como a crise se espalhou com a intensidade e magnitude que se verificou.

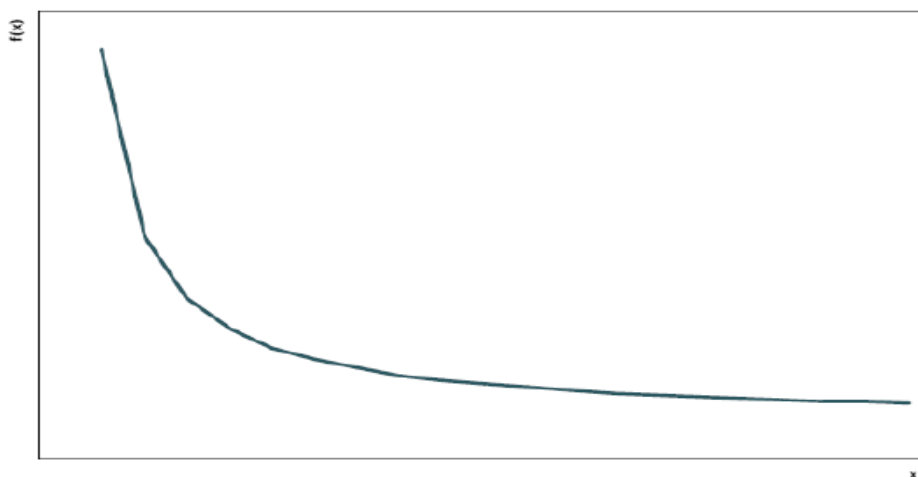
O estudo feito por Bak, Tang e Wiesenfeld (1987) usa o exemplo de um monte de areia estruturado grão a grão sobre uma superfície lisa, o que nos dá excelentes insights sobre o

rompimento de uma bolha e propagação de seus efeitos nefastos:

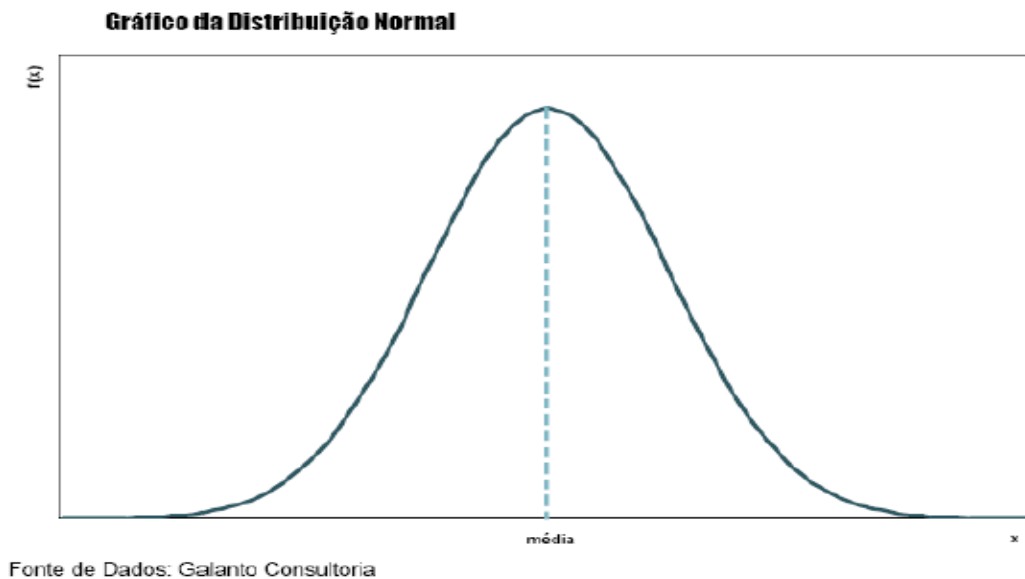
- Primeiramente, de que o monte não pode crescer para sempre e que desmoronamentos tendem a ser mais prováveis a cada grão adicionado;
- É impossível calcular a probabilidade de ocorrência de um desmoronamento, bem como prever sua magnitude;
- O próximo grão adicionado poderá causar desde um pequeno desmoronamento até o total colapso do monte e o que vai definir isso são as linhas de instabilidade formadas em sua estrutura e seu grau de conectividade.

Assim como em um monte de areia, outros muitos fenômenos, incluindo as crises bancárias, são governados por leis de potencia, que em essência caracteriza fenômenos que tem comportamento imprevisível, que a partir de um ponto de inflexão, tem as condições de equilíbrio rompidas, levando a efeitos de magnitude imprevisível.

Gráfico das Leis de Potência



Fonte de Dados: Galanto Consultoria



A diferença entre esses dois gráficos está por trás da ineficiência dos modelos de precificação de risco utilizados pelas instituições financeiras. Enquanto faziam seus cálculos utilizando funções da família Gaussiana, o problema com o qual estavam lidando (e não sabiam) era de uma bolha imobiliária que obedeceria a uma Lei de Potência totalmente excluída de suas funções de reação acerca dos objetos de análise. Ou seja, os modelos reducionistas utilizados pelas instituições (bancos e agências classificadoras) não são adequados (eficientes) para detectar e explicar a virulência e a velocidade de propagação da crise financeira de 2008, isso porque os riscos até pode ser mensurados, mas a incerteza não.

Figure 1.1. Global Financial Stability Map

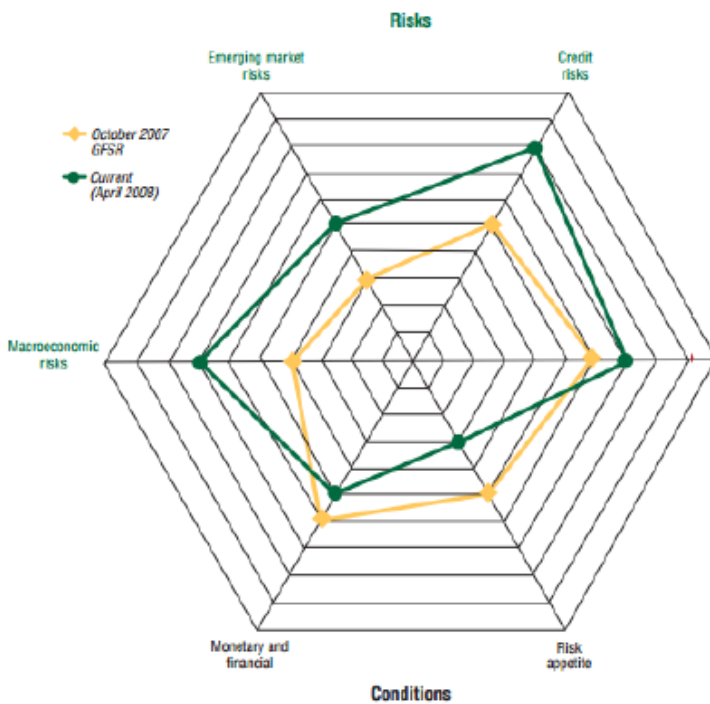
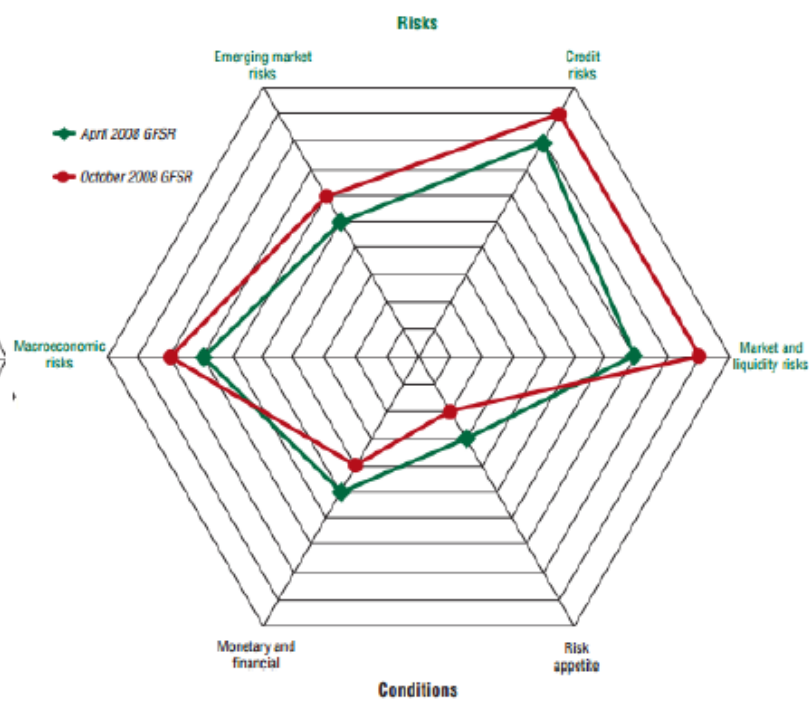


Figure 1.1. Global Financial Stability Map

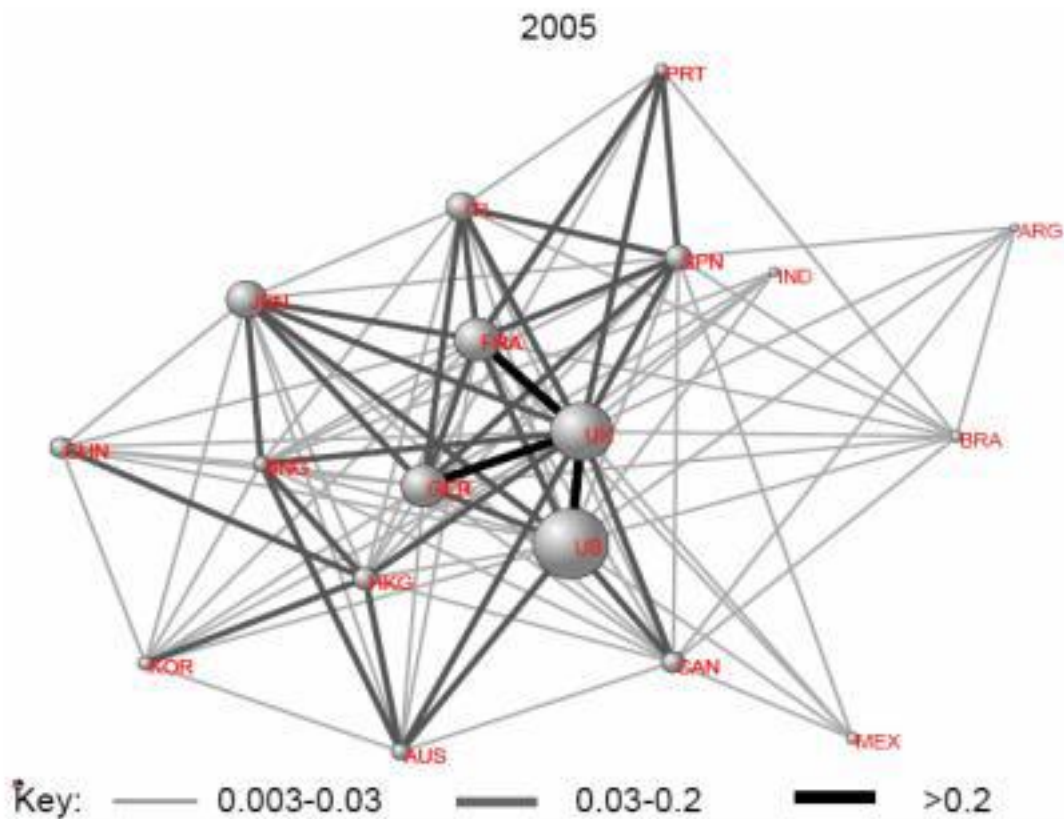


A teoria de redes complexas, profundamente estudada em “Rethinking the Financial Network” de Haldane (2009), caracteriza o mercado financeiro internacional como uma estrutura fractal, onde *hubs* (polos) de diferentes níveis de relevância são interligados por conexões de variados graus de intensidade a outros vértices da estrutura. Isso quer dizer que os países centrais (ou os grandes bancos) são os maiores *hubs* e entre eles passam os maiores fluxos financeiros. A diferença do grau de comunicação financeira no mundo de 1995 a 2005 fica gritante nos gráficos abaixo. Se por um lado a mobilidade do capital foi muito favorável ao desenvolvimento da economia internacional, também foi o canal de transmissão da crise pelo mundo.

Tivemos, portanto, um colapso financeiro em um dos maiores *hubs* do mundo (o gráfico abaixo foi extraído de Haldane, 2009), o que obviamente atingiria todos os cantos

dessa estrutura muito rápido, já que os EUA tinham conexões muito fortes com todo o mundo.

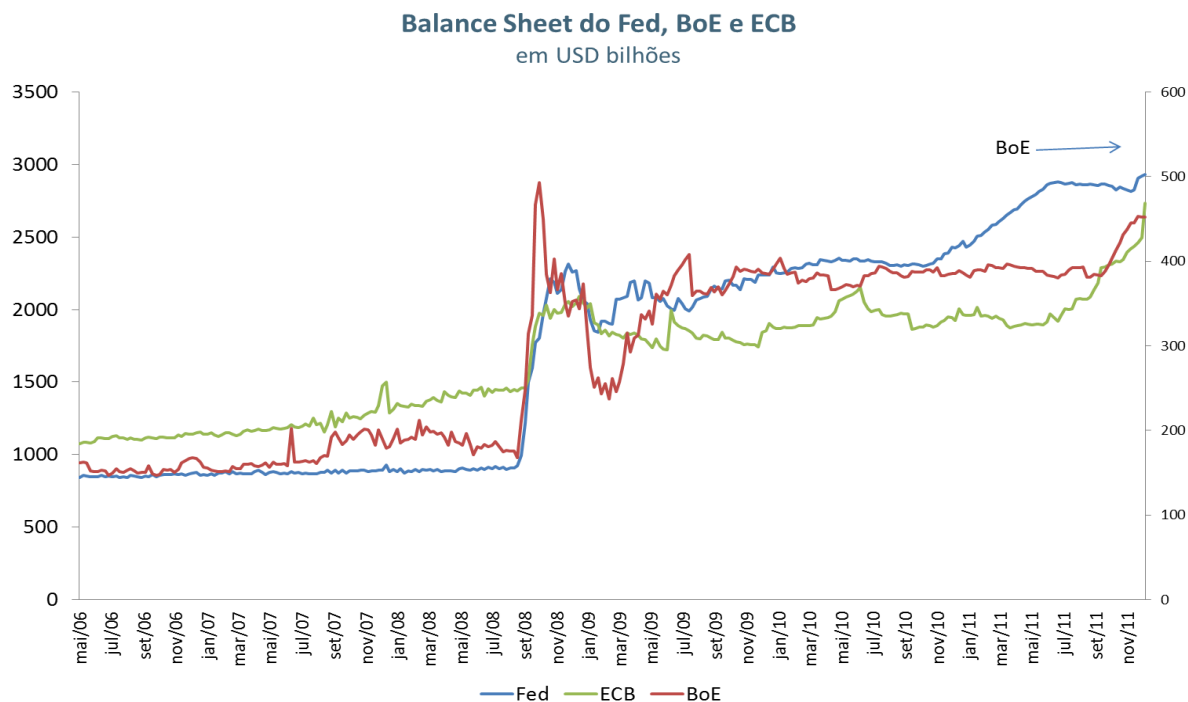
Chart 3: Global Financial Network: 2005



Fácil perceber, portanto, como uma crise no setor imobiliário chegou ao setor bancário, atingiu todo o sistema financeiro norte-americano e se propagou pelo mundo até atingir os balanços de muitos BCs, inclusive de países centrais do capitalismo, como vimos acontecer na Europa: os fluxos financeiros, que até então fluíam em intensidade altíssima, se estancaram abruptamente devido a uma crise de confiança sobre os riscos de contraparte, basicamente porque os agentes se deram conta de que estavam precificando erradamente seus portfólios.

1.3 O FED e os QE's.

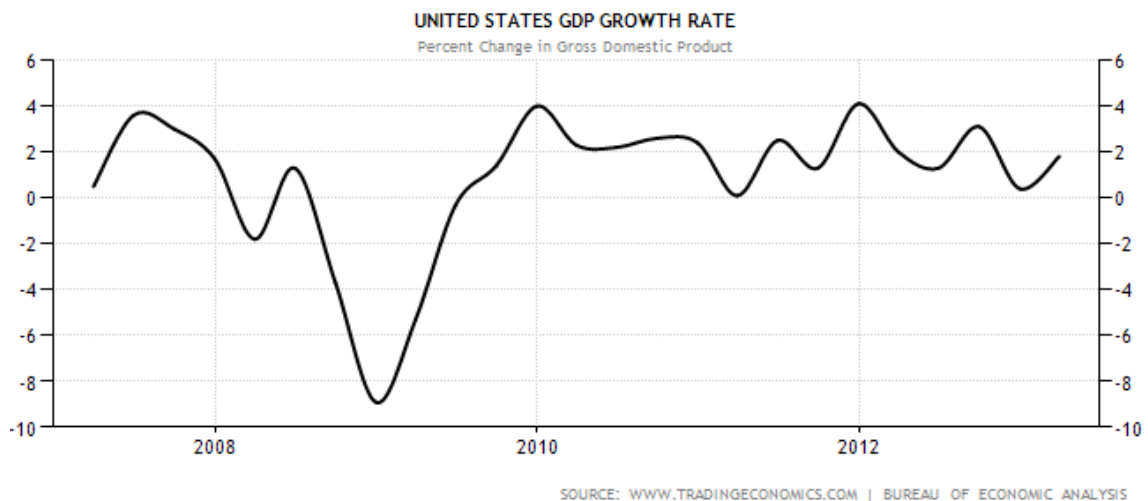
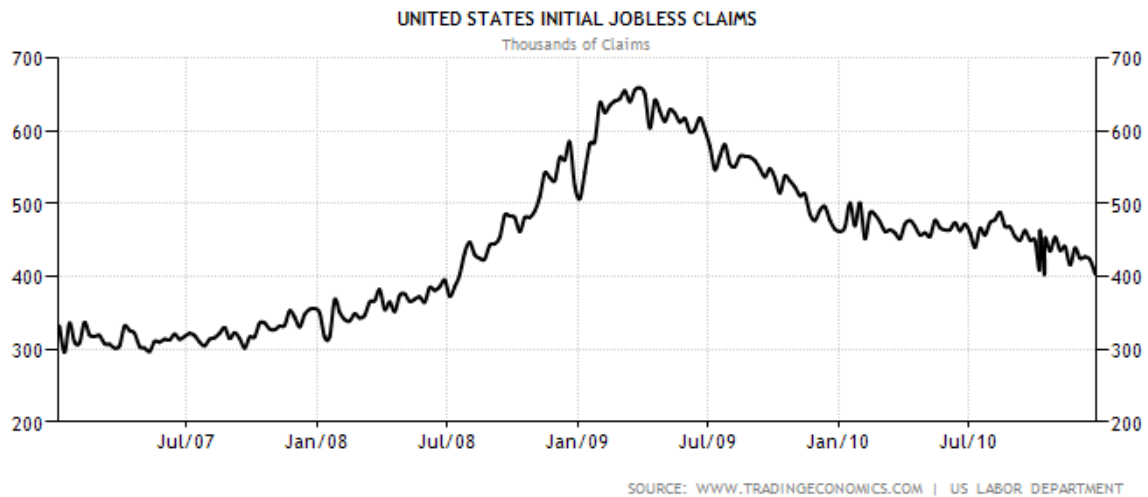
Iniciando agora, a fase dos tratamentos usados pelos BCs, olharemos primeiramente o caso do FED, que, como veremos, inaugurou a onda de liquidez injetada pelos BCs ao redor do mundo, na tentativa de destravar a roda da economia mundial.



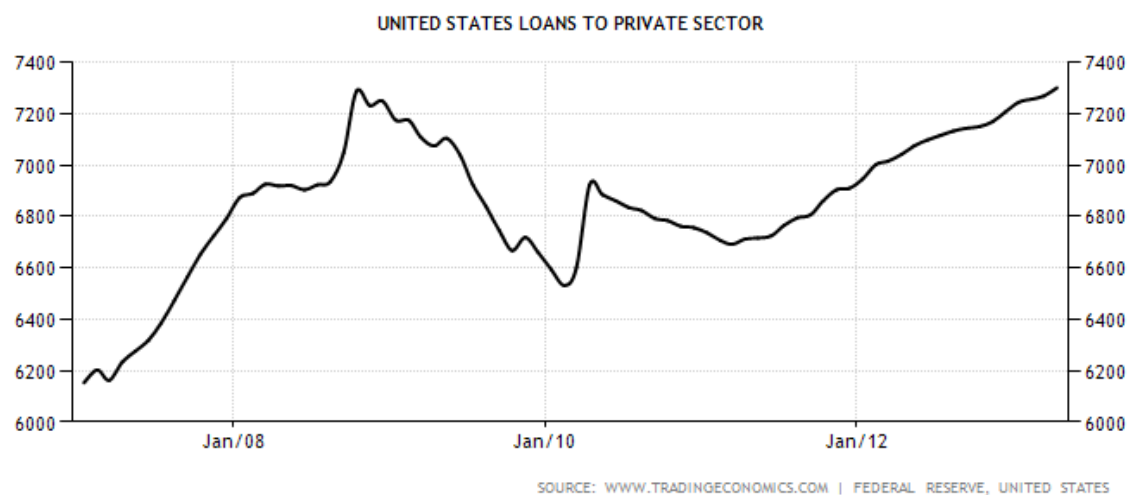
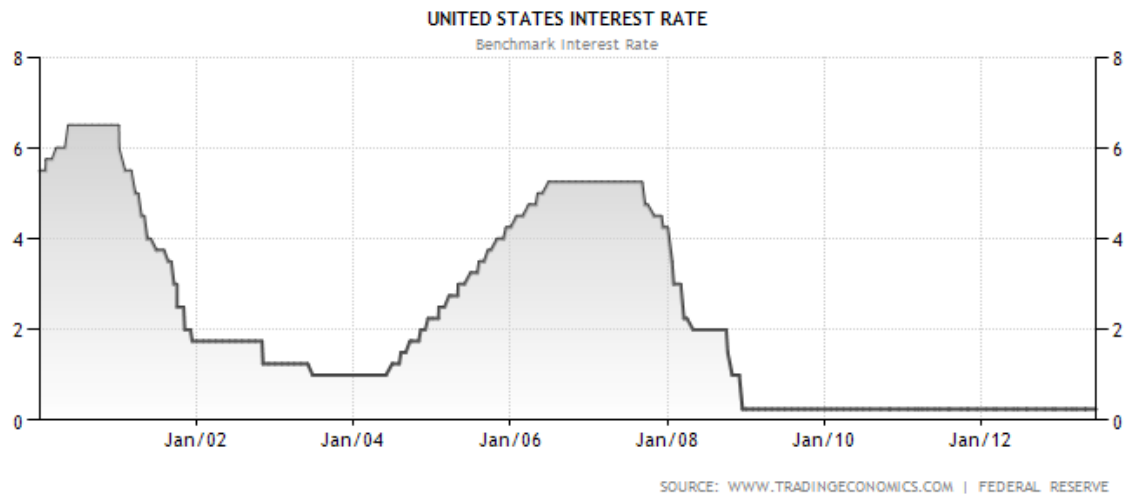
Ainda em 2007, os economistas do FED já haviam detectado um desequilíbrio na dinâmica de preços dos ativos e, apesar de não ter feito uma expansão de balanço, reestruturou a composição dos ativos em carteira, na intenção de reestabelecer uma dinâmica considerada saudável. Já havia, inclusive, certo desconforto do mercado em relação ao setor imobiliário, que já apresentava sinais de arrefecimento nos EUA e no mundo. Esse movimento do FED, pouco comentado exatamente por não ter alterado o tamanho de seu balanço, é chamado de QE0, a primeira das cinco rodadas de Quantitative Easing promovidas pelo Banco Central norte-americano.

Em sua essência, uma política de afrouxamento monetário não convencional, como as adotadas pelos BCs ao redor do mundo para combater os efeitos da crise, tem como objetivo facilitar a circulação do dinheiro na economia, isto é, prover o mercado de liquidez, quando as taxas de juros já estão próximas (ou iguais) a zero e não há mais espaço para corte. Existem vários mecanismos à disposição dos Bancos Centrais para esse fim, e o que vimos foi que praticamente todos foram utilizados, desde a comunicação, como quando o FED anunciou o QE3 “infinito” (mais detalhes a frente), até a compra de ativos dos balanços das Instituições com problemas.

Quando do rompimento da bolha e o estouro da crise, com a quebra do *Lehman Brothers*, um dos maiores bancos de investimento dos EUA e do mundo, o mundo parou. Os fluxos financeiros foram estancados. Ninguém confiava em ninguém e todos os indicadores de atividade despencaram (gráficos abaixo). Aquela certeza de poder contar com o *Lender of Last Resort* (emprestador de última instância), papel essencial do FED em casos como o do Lehman, seguindo a teoria do *Too Big to Fail* (que diz que os bancos extrapolavam os riscos que poderiam tomar confiando na ajuda do FED em caso de bancarrota), foi duramente golpeada e paralisou totalmente o interbancário norte-americano, episódio rapidamente reprisado em outros mercados, como o europeu.



A reação do FED a paralisia do sistema que se seguiu a quebra do Lehman foi hercúlea: o BC americano mais que dobrou o volume de ativos totais em seu balanço e mais que triplicou o total de empréstimos ao sistema financeiro em menos de um ano, como mostram os gráficos abaixo. Paralelamente a esses movimentos, o presidente Bernanke ainda iniciou o movimento de corte de juros que levou a taxa básica norte-americana ao seu *low* histórico, onde está até hoje, devido a resiliência do ritmo de atividade, principalmente em relação aos dados do mercado de trabalho, que ainda não satisfazem as metas do FED.



Para entender melhor como as compras dos BCS a mercado afetam o mercado de juros, tomemos como exemplo a forma de precificação da Letra do Tesouro Nacional, título da dívida pública brasileira:

Preço = $\frac{R\$ 1.000,00}{i}$, onde “i” é a taxa de juros pré-fixada de remuneração pelo investimento.

Como podemos ver, o preço do ativo é inversamente proporcional à taxa de juros remuneratória. Quando a crise de confiança se espalhou pelas economias, ninguém mais compraria ativo nenhum pelo receio de não conhecer devidamente sua

contraparte, como ficou comprovado pela ineficiência dos modelos de precificação de risco. Sem demanda, os detentores dos papéis podres tinham que jogar os preços para baixo, o que equivale a jogar os juros pra cima. Quando um Banco Central entra comprando em massa, o efeito é um aumento nos preços e consequente redução dos juros praticados nas operações. Isso é o que chamamos de estrutura de risco das curvas de juros.

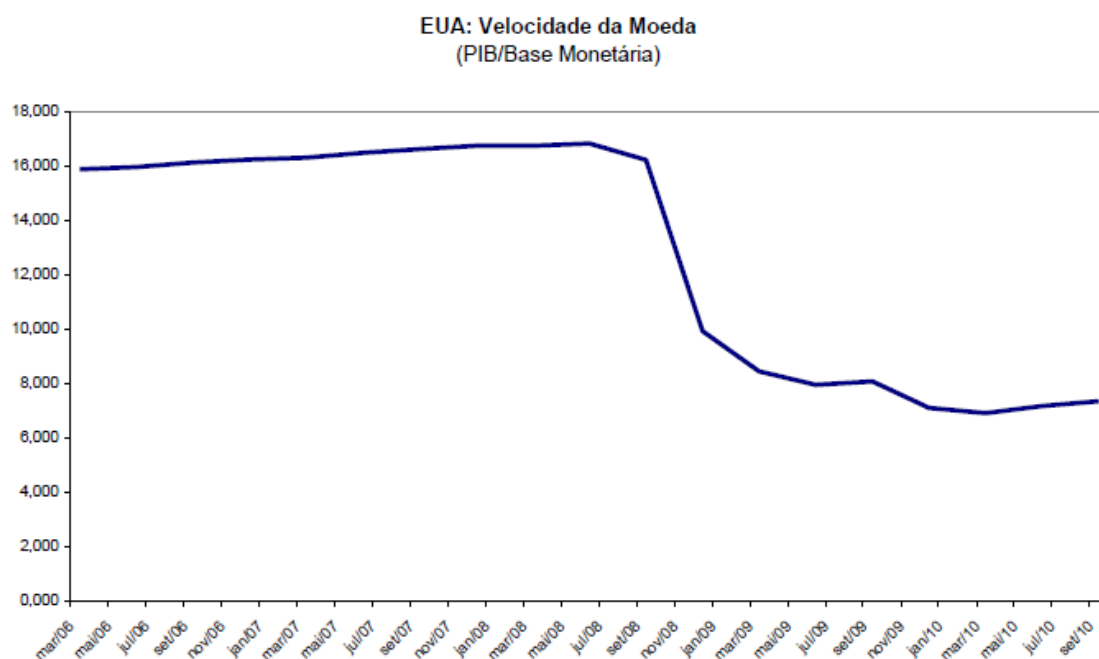
Foi exatamente por esse canal (estrutura de risco) que o FED atacou no QE1. Nessa rodada de estímulo, além de injetar dinheiro barato (a taxas de juros baixíssimas) nos caixas dos bancos, o principal alvo de Bernanke era tirar os papéis podres da economia. Nessa intenção, o FED iniciou um programa de compra de ativos ruins do balanço das instituições que totalizou, em março de 2010, quase um trilhão e meio de dólares, sendo a maioria em MBS (*Mortgage Back Securities*, que são ativos lastreados em hipotecas, exatamente os contratos que tinham gerado todo o pânico e crise de confiança no mercado). O canal de transmissão utilizado foi, portanto, a estrutura de risco das curvas de juros.

Paralelamente a resposta do comando econômico norte-americano, outras economias pelo mundo injetaram liquidez no mercado visando destravar os fluxos financeiros.

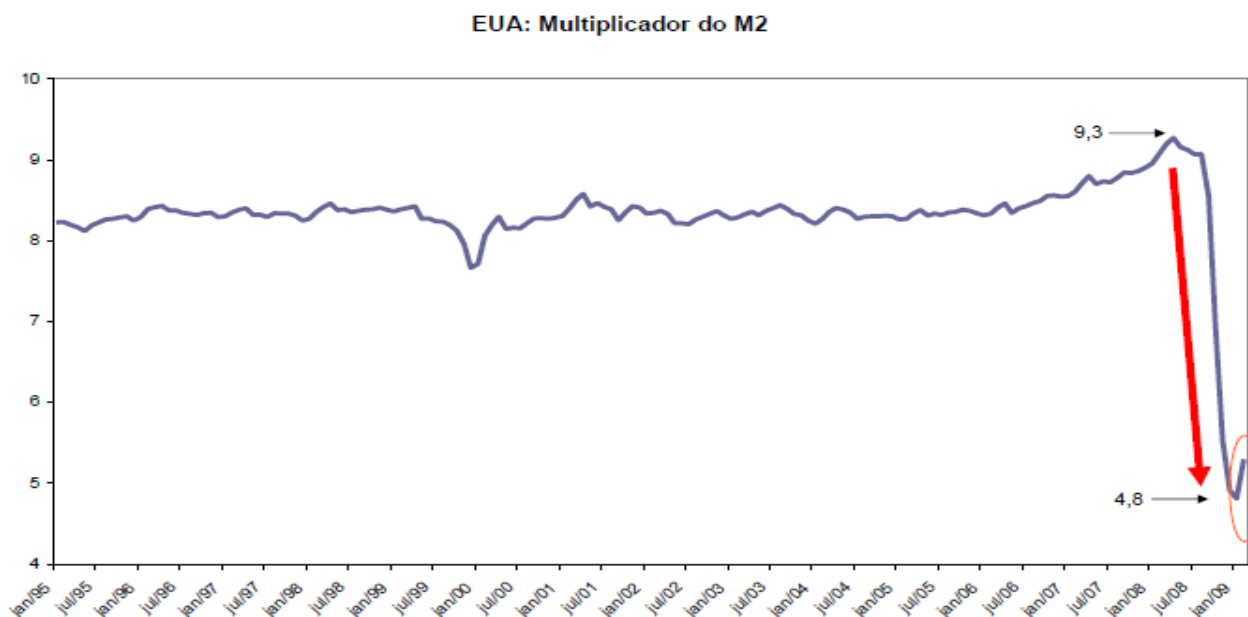
A teoria quantitativa da moeda sugere que aumentos na oferta de moeda promovam aquecimento da atividade, seguindo a formulação $M = \frac{PY}{V}$, sendo “M” o estoque de moeda, “P” o nível de preços, “Y” a renda e “V” a velocidade de transação da moeda. Entretanto, o quadro que se configurou foi bastante adverso, na medida em que os estímulos monetários, por mais amplos e intensos que possam ter sido, não surtiram os efeitos

pretendidos, basicamente porque todo o dinheiro injetado ficou paralisado também. Esse fenômeno ficou conhecido como empoçamento de liquidez.

Se invertermos o denominador dessa fração, temos $V = \frac{PY}{M}$. O que esse formato nos revelou foi que os estímulos monetários foram acompanhados por um vetor reverso, o da velocidade da moeda, que caiu drasticamente, como mostra o gráfico abaixo.



Era o retrato da crise de confiança que se abateu sobre o mercado. O que ocorreu, na prática, é que o dinheiro que os Bancos Centrais injetavam na economia acabava voltando, isso porque a desconfiança no mercado era tanta, que os bancos acabavam investindo esse dinheiro em títulos públicos, sem risco, ou depositando de volta no BC, em forma de reservas excedentes, como mostra a variação do M2, no gráfico abaixo.



Àquela época (2010), não só o mercado interbancário, mas também o mercado acionário pararam de responder (e até hoje não reincorporaram as suas funções de reação) aos fundamentos econômicos. De fato, verificamos uma corrida por investimentos seguros que só era vencida mediante alguma sinalização de estímulo por parte dos Bancos Centrais.

Observando que, a despeito de todas as medidas de estímulo adotadas, os dados de atividade não melhoravam, o FED lançou mão de outra rodada de afrouxamento, o QE2. Dessa vez, o ataque foi sobre a estrutura de termo das curvas de juros. As compras foram focadas em títulos públicos (de variadas esferas) com vencimentos longos, além de prosseguir com sua política de compras e rolagens de MBS. A intenção era jogar os *yields* de longo prazo para baixo, facilitando o trabalho dos agentes em fazer decisões de consumo/investimento o que destravaria os fluxos financeiros. Não foi bem assim.

Houve, ainda, na reunião de Setembro de 2011, o anúncio do início de uma rodada da já conhecida Operação Twist, na qual

o FED vende papéis públicos de vencimento curto e compra os de vencimento mais longo, seguindo a estratégia de achatar os *yields*. A vantagem de fazer essa “troca” é que não há impressão de moeda, o que reduz o risco inflacionário, nem aumento do balanço do BC. Inicialmente, a operação tinha prazo para ser finalizada no meio de 2012, mas foi estendida até o final do ano.

É também válido observar que além de todo o esforço feito pelo FED via balanço, o canal da comunicação, essencial para a eficácia da política monetária, foi constantemente utilizado pelas autoridades.

Vimos por diversas nos relatórios de comunicação das autoridades americanas vezes expressões como “manter as taxas de juros em patamares excepcionalmente baixos por período de tempo suficientemente prolongado”, que apesar de não passarem um horizonte claro para o fim da política de *easing*, passa com propriedade o tom do compromisso do FED com a melhora nas condições econômicas.

De fato, existe credibilidade no discurso, mas pouco ímpeto dos agentes, a julgar pela fraca resposta dos indicadores do ritmo de atividade nos EUA e pelo mundo.

O FED passa agora por outro desafio com a ferramenta da comunicação, enquanto há muito ruído proferido por pessoas com bastante propriedade no comando econômico (como o Lacker) acerca da estratégia de desaceleração e saída dos programas de estímulo, pelos EUA.

No QE3, que ficou conhecido como o QE infinito, o discurso do FOMC (Federal Open Market Committee) era de compromisso inabalável com a frágil recuperação da economia norte-americana, principalmente no que tange ao mercado de

trabalho, quando diz em seu comunicado oficial após a reunião que "se a projeção para o mercado de trabalho não melhorar substancialmente, o Comitê vai continuar sua compra de títulos lastreados em hipotecas, adotar novas compras de ativos, e empregar outras ferramentas de política monetária, conforme apropriado, até que tal melhora seja atingida".

Ficou definido que o FED faria compras mensais na ordem de US\$ 40 bilhões (com possibilidade de compras adicionais) em MBS, em um programa sem fim previsto. A condição atemporal anunciada era a recuperação do ritmo de atividade.

Com essa quarta rodada de relaxamento quantitativo (QE3) e a Operação Twist, o FED vai adquirir US\$ 85 bilhões em títulos de prazo mais longo por mês até o fim do ano, um aumento de US\$ 45 bilhões por mês em relação os bônus comprados só com a Operação Twist. Na prática, o banco central estará imprimindo dinheiro para financiar essas compras de MBS, expandindo o tamanho do seu balanço patrimonial, atualmente em US\$ 2,8 trilhões.

As ações do FED, mais uma vez, visavam reduzir as taxas de juros de longo prazo - especialmente as taxas de juros de hipotecas - e elevar o valor de ativos como ações e imóveis. O FED esperava que esse estímulo financeiro impulsionasse o combalido mercado imobiliário e desencadeasse um aumento nos gastos e investimentos na economia em geral.

"O Comitê está preocupado que, sem novas ações políticas de acomodação, o crescimento econômico possa não ser forte o suficiente para gerar uma melhora sustentada nas condições do mercado de trabalho", dizia o comunicado do FOMC.

Quando nos aproximávamos do final de 2012, Bernanke roubou novamente a cena com o QE4, programa complementar ao QE3, que basicamente serviu para manter o passo das compras de títulos a mercado, sem contar com as vendas de títulos de curto prazo via Operação Twist, que estava por vencer. Dessa vez, porém, o FED deixou claro ao público os fatores limitantes de sua política, que seria encerrada se o desemprego caísse abaixo de 6,50% ou a inflação rompesse os 2,50%. Dessa forma, até que uma das duas condições seja atendida, o Banco Central vai fazer compras de títulos a mercado no valor de US\$ 85 bilhões por mês, atacando tanto a estrutura a termo quanto de risco das curvas de juros, via compra de papéis longos considerados arriscados. Sem a compensação da venda de títulos públicos curtos, o balanço da instituição se expandirá no mesmo ritmo das compras.

Como falamos, o foco das discussões sobre as políticas de relaxamento monetário adotadas pelo comando econômico norte-americano passou a ser a forma e ritmo de saída da estratégia. A indicação do FOMC é que o passo das compras deve ser diminuído ou até mesmo finalizado até o final do ano, mas ainda existe muita incerteza sobre o *timing* dessa saída, já que, apesar de ter mostrado alguma melhora, a recuperação da economia norte-americana ainda tropeça e as projeções do FED estão mais otimistas que as do mercado, o que passou a ser usado como termômetro da disposição do Banco Central a reduzir os estímulos: quanto mais otimistas estiverem, mais cedo desligarão a impressora do dinheiro.

Mais relevante que o momento de sair, os debates sobre os efeitos da saída estão muito acalorados. Isso porque a sensação é de que o mercado está dependente dessa “parceria” com o

cofre do FED, inclusive porque os principais parceiros dos americanos, os chineses e europeus, ainda sofrem para retomar o passo do crescimento.

A Europa ainda está atolada com seus planos de austeridade e até a poderosa Alemanha já mostrou sinais de fraqueza. Enquanto isso a China, sempre um enigma, segue surpreendendo negativamente as projeções de crescimento e ainda conta com um governo pouco (ou nada) disposto a acomodar esse ciclo de crescimento fraco. Parece que a intenção é mesmo de estabelecer condições para um crescimento mais moderado, porém sustentável a mais longo prazo.

2. O desafio brasileiro.

Enfim chegamos ao caso brasileiro. Nossa economia passou por vários estágios depois da crise, que evoluíram para o cenário de estagflação que vemos hoje.

Se quando a crise eclodiu, ainda em 2008, nosso presidente dizia que o Brasil não sentiria os efeitos da crise, hoje podemos dizer a economia brasileira não só sentiu os efeitos da crise, mas também é o país que apresenta um dos piores quadros de crescimento e inflação, entre seus pares internacionais.

Há dois canais através dos quais a economia brasileira é atingida neste episódio: o do encolhimento dos fluxos de capitais, dos quais o país depende para manter os déficits nas contas correntes necessários para manter elevada a taxa de investimento; e o dos preços internacionais de commodities, que determinam a velocidade à qual as suas exportações podem se elevar.

O encolhimento do crédito mundial acentua a recessão nos países industrializados e conduz à queda dos ingressos de capitais em mercados emergentes, quer na forma de investimentos estrangeiros diretos; quer na forma de empréstimos de médio e longo prazo ao governo e às empresas; ou de investimentos em ações. Por outro lado, ainda que o crescimento chinês sofra apenas uma pequena desaceleração - um quadro cada vez menos provável - evitando com isso uma propagação mais forte da recessão do mundo industrializado sobre os países emergentes, a recessão nos países industrializados reduz as exportações mundiais e deprime os preços internacionais de commodities.

Nos primeiros anos após a crise, O crescimento da demanda total doméstica acima do crescimento do PIB, ocorreu predominantemente devido às elevadas taxas de crescimento da formação bruta de capital fixo. O câmbio real se valorizou, barateando as importações de máquinas e equipamentos, o que estimulou os investimentos e acelerou o crescimento econômico. Agora assistimos ao movimento inverso: o câmbio real se deprecia encarecendo as importações de máquinas e equipamentos, desestimulando os investimentos.

Embora em condições normais o Brasil pudesse perfeitamente financiar déficits nas contas correntes até maiores do que os atuais, não podemos supor nem que estamos diante de uma situação normal, nem que as condições favoráveis dos últimos anos voltarão a prevalecer no futuro. No momento presente o Brasil não enfrenta apenas uma redução de fluxos de capitais, que é o movimento que deve predominar a médio prazo, e sim uma saída líquida de capitais, que somente não vem levando a uma depreciação cambial ainda maior devido às

intervenções do Banco Central. O Banco Central pode e deve intervir para evitar a volatilidade excessiva da taxa cambial, mas não pode e não deve impedir que o câmbio real se ajuste à nova realidade dos fluxos de capitais, porque são eles que determinarão o tamanho do déficit possível nas contas correntes. Com as suas intervenções no mercado de câmbio o Banco Central pode retardar o ajuste na taxa cambial, mas se tentasse persistentemente impedir o seu ajuste, acentuaria o desequilíbrio, em vez de corrigi-lo.

O encolhimento do crédito muda as perspectivas de fluxos de capitais e de comportamento dos preços internacionais de commodities. Primeiro, cai o apetite para investimentos estrangeiros diretos e em ações, que se reduzem, ao lado da queda de outros fluxos de capitais. Segundo, com a queda dos preços internacionais de commodities o crescimento das exportações deverá se desacelerar, gerando depreciação do câmbio real, para a qual contribui também o encolhimento nos ingressos de capitais. A depreciação cambial é bem vinda para os exportadores, mas encarece as importações de máquinas e equipamentos que direta e indiretamente entram na formação bruta de capital fixo, desacelerando o crescimento.

Uma análise do quadro atual nos mostra que a reação correta do governo não é praticando políticas contra-cíclicas, e sim cortando os seus gastos e elevando a poupança do setor público. Por quê? O déficit em contas correntes nada mais é do que o excesso dos investimentos sobre as poupanças totais (pública e privada), e a elevação da poupança pública abriria o espaço para manter um pouco mais elevada a taxa de investimentos. Se, no entanto, o governo decidir-se pela adoção de políticas contra-cíclicas, estará reduzindo o espaço para os

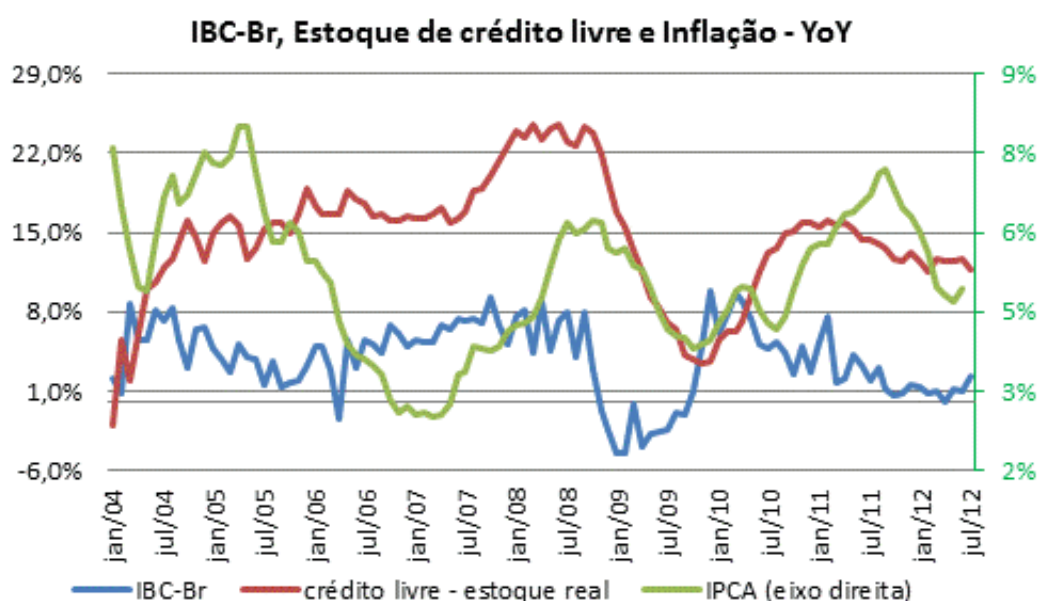
investimentos privados, levando a déficits maiores nas contas correntes, o que combinado com o encolhimento dos fluxos de capitais e à queda dos preços internacionais de commodities levará a uma maior depreciação cambial e à maior inflação. No curto prazo, todos poderão sentir-se melhor se o governo anunciar que “impedirá” uma desaceleração do crescimento. Mas o resultado final não seria o prometido pelo governo.

A nova realidade da economia internacional impõe ao Brasil: um câmbio real mais depreciado; uma queda na demanda total doméstica necessária para reduzir o déficit nas contas correntes; uma queda na taxa de crescimento econômico. Quanto maior for o encolhimento necessário nas contas correntes maior será a queda na demanda total doméstica, e maior a desaceleração do crescimento. O câmbio real será tanto mais depreciado quanto maior for a contração nos fluxos de capitais e quanto maior for a queda nos preços internacionais de commodities.

Um quadro como este requer uma política fiscal mais austera, com uma tendência contracionista do lado dos gastos correntes, e não políticas que estimulem o consumo privado e do governo.

O Brasil também fez, assim como a maioria dos países pelo mundo, políticas acomodatórias para destravar o crédito, num movimento em que jogou a Selic de 13,75%a.a. para 8,75% ao ano, mas foi obrigado a inverter o sentido da política monetária pelas pressões inflacionárias verificadas no final de 2009 e início de 2010.

Como falamos, nos primeiros anos da crise o Brasil ainda cresceu forte, sendo o pico em 2010, quando a economia fechou o ano com um avanço de 7,50%, principalmente decorrente de um carrego estatístico de um ciclo de expansão iniciado no ano anterior, ainda muito impulsionado pelo fator China. De lá para cá, vimos uma moderação no ritmo de crescimento, até reconhecermos que vivemos um período de estagflação.

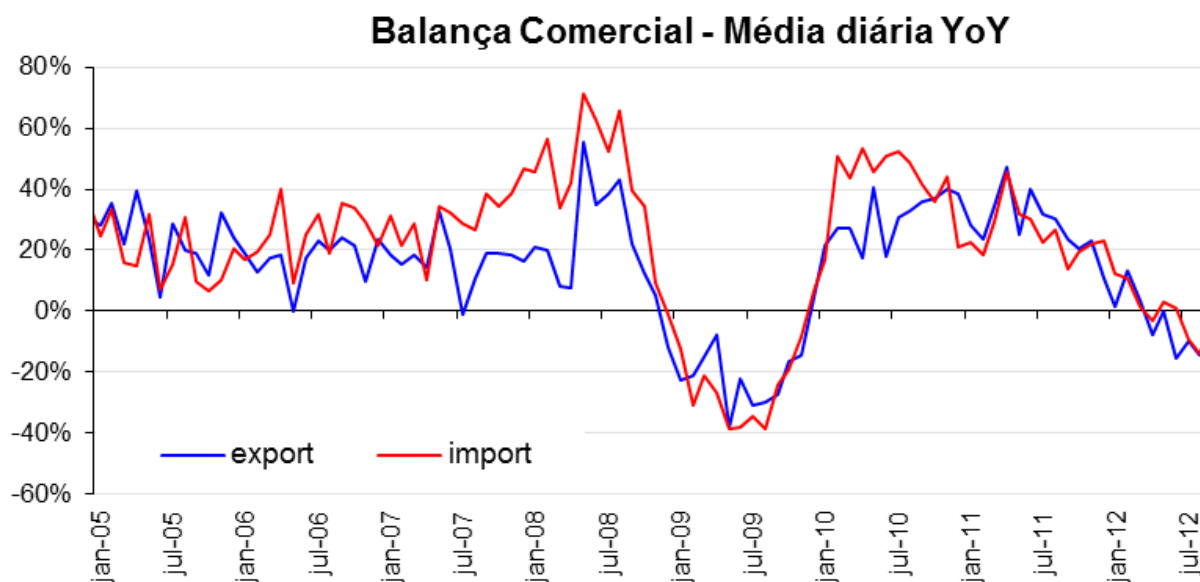


Naquele ano (2010), o Brasil também passava por um período de inflação acelerada, fechando o ano em 5,91% e o BC subia juros para conter o aumento de preços.

Esse movimento se seguiu até Agosto de 2011, quando o COPOM decidiu por um corte surpreendente na Selic, de 12,50%a.a. para 12,00%a.a., baseando sua decisão na projeção de uma recessão mais forte da economia internacional, o que impactaria muito negativamente nosso ritmo de crescimento.

Apesar de surpreendente, a decisão se mostrou acertada, visto que de fato a economia internacional entrou em um

segundo mergulho e nos levou junto, como evidenciam os saldos de nossa balança comercial, abaixo:



Por outro lado, é essencial destacar que o cenário brasileiro atual de crescimento pífió é, além de um efeito da redução do ritmo de atividade global, um efeito da falta de competitividade de nossa economia, agravada por uma gestão ultra intervencionista do governo Dilma.

Temos uma demanda interna robusta, que mesmo depois da crise não parou de crescer forte, a despeito do tombo do setor produtivo, o que em boa parte explica a resiliência da inflação no país. É necessário destacar, portanto, que o setor produtivo não consegue ser eficiente e competitivo a níveis internacionais devido diversos gargalos que sufocam nosso crescimento.

O primeiro deles é a carência de infraestrutura da qual sofremos. Hoje não temos portos nem ferrovias para escoar nossa produção, por exemplo. Voltando ao início desse nosso

trabalho, recuperamos a noção de que são exatamente os investimentos em infraestrutura, pelo lado da oferta, que fazem nosso PIB potencial aumentar. Por outro lado, concluímos que investimentos desse tipo tem período de maturação muito longo, o que deixa de ser interessante ao governo.

Caberia às autoridades econômicas do país, portanto, prover o setor privado de condições monetárias e econômicas de equilíbrio, para que os agentes possam empreender e implementar seus projetos de investimento, o que não acontece.

O que vemos, na realidade é que nossas empresas enfrentam uma carga tributária pesadíssima e altos custos de produção, além de terem contato com uma forte valorização de nossa moeda, o que também fez piorar o cenário para os exportadores.

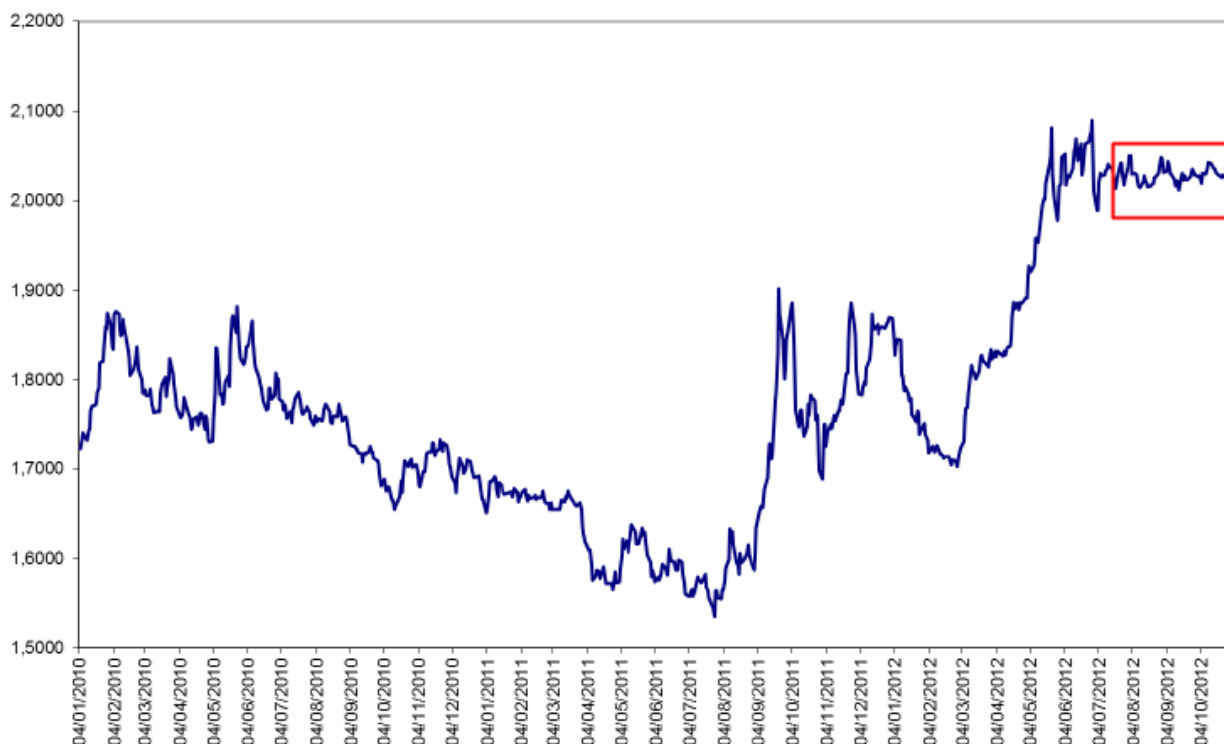
Muito além dos impostos, a reação do BC e do Ministério da Fazenda aos efeitos da crise foi atrapalhada e ruidosa. Muitas medidas chamadas de “macroprudenciais”, que tinham o objetivo de garantir a estabilidade econômica, acabaram por perturbar ainda mais a realidade pela qual passávamos (e ainda passamos) porque acabaram sendo usadas como instrumentos complementares à taxa de juros como armas de condução da política monetária, sem pudor em muitos casos. Podemos citar como exemplo o samba do IOF e do IPI, que o governo usou largamente durante o governo Dilma.

Mais recentemente, num esforço de alinhamento com as demandas do mercado (setor produtivo) e também para conter o avanço do IPCA, que em 2012 fechou o ano o teto da meta, 6,50%a.a., o governo iniciou uma ampla reforma tributária, que por um lado foi louvável, pelo reconhecimento de que precisava

ser feito, mas por outro, amplamente contestável, pela forma que foi conduzida, escolhendo os ganhadores sem muito fundamento.

Assim como nos EUA, o Banco Central Brasileiro também deu claros sinais de que sua função de reação tinha grande (senão maior) peso para o nível de atividade do que para a inflação, que deveria ser sua prioridade. Desde o início do processo de corte da taxa básica de juros, em Agosto de 2011, o Brasil alcançou o nível mais baixo para a Selic, em 7,25%a.a., uma experiência nunca antes vivida pela economia brasileira, na intenção de fortalecer o crescimento.

Entretanto, a sutil diferença entre a condução do FED e do BCB, é que o FED deixa explícito em seus comunicados (como exemplo podemos citar o QE4, em que o FOMC deu ao mercado os *dead-lines* para a política de afrouxamento seguindo duas variáveis de atividade: emprego e inflação) que procede de determinada maneira visando dar robustez ao ritmo de expansão, enquanto no Brasil temos um BC com um discurso duvidoso, projeções descoladas da realidade, análises e políticas contestáveis, como a de segurar o câmbio, como mostra o gráfico abaixo, da cotação R\$/US\$.



Alia-se a isso o fato de o governo, através não só da presidente, como de outros ministros (e não só o da Fazenda), darem palpites sobre a condução de política monetária, o que deveria ser, por excelência, incumbência única e exclusiva do Banqueiro Central.

Como se já não bastasse toda a incerteza gerada pelo cenário internacional ruim, o governo tratou de produzir um quadro doméstico instável, alimentando a desconfiança dos agentes. Recentemente, inclusive, vimos as agências de *rating* darem perspectiva negativa para o Brasil, enxergando uma dinâmica não saudável para o BP brasileiro.

Finalmente, em 2013, tivemos a perfeita caracterização do quadro de estagflação brasileiro, com crescimento surpreendendo todas as projeções negativamente e o IPCA se deteriorando tanto no aspecto qualitativo quanto quantitativo: O PIB cresceu apenas 0,9% no fechado de 2012 contra as projeções do governo de 4,5% no início do ano. O índice oficial de inflação

estourou o teto da meta em Abril, atingindo 6,57% no acumulado em 12 meses, enquanto o índice de difusão rompeu a barreira dos 70% também no início desse ano.

Com o recente aumento dos juros, o Banco Central inicia o processo de recuperação de credibilidade, que será custoso, porém essencial à eficácia de suas políticas futuras.

Entretanto, apesar de atacar em várias frentes para remediar o quadro de estagflação, o principal vilão ainda é o próprio governo, com sua política fiscal largamente expansionista.

Podemos facilmente detectar como os princípios do Tripé Econômico que garantiram nossa estabilidade desde a implementação do Plano Real tem sido dramaticamente violados na atual gestão:

1. Sistema de metas para a inflação: como dissemos, a função de reação do nosso BC parece ter mudado no sentido de dar mais atenção às oscilações do PIB, mas o discurso não acompanhou, o que atrapalha não apenas a recuperação da atividade, como a estabilidade de preços;
2. Cambio Flutuante: já não vemos o câmbio flutuar livremente há bastante tempo, desde que o Banco Central iniciou os esforços para desvalorizar o Real, em combate ao que chamavam de Tsunami Monetário. Desde então, o cambio está sendo controlado por bandas ajustáveis;
3. Responsabilidade fiscal: os cortes de impostos promovidos pelo governo são, como disse, louváveis. Entretanto, a condução dessa política tem que ser

mais bem fundamentada e, principalmente, acompanhada por uma contração dos gastos do governo, para manter o superávit primário em níveis saudáveis para a economia brasileira.

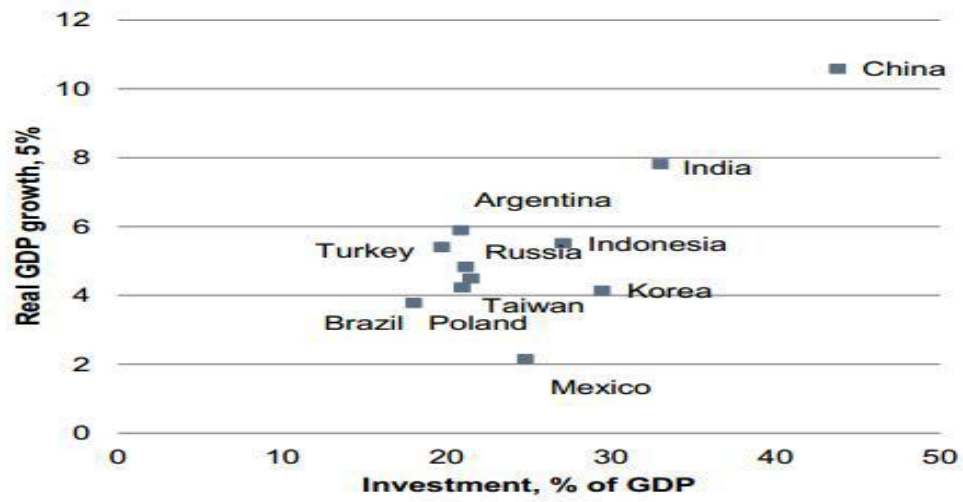
A obsessão da gestão de Dilma era não entregar um crescimento médio anual menor do que a gestão FHC, algo que parece bastante improvável, o que seria argumento de campanha para sua reeleição em 2014, ao lado da sua política de corte de juros. Infelizmente, talvez para Dilma, mas certamente para o Brasil, o excesso de ativismo de sua gestão nos levou a uma crise adicional de confiança, em que os agentes estrangeiros evadem do Brasil e os domésticos temem quais serão os caminhos traçados pelo governo, o que os leva a tomar posturas defensivas, tanto no que diz respeito aos projetos de investimento, quanto acerca da marcação de preços, gerando mais inflação, mais incerteza, e assim esse ciclo vicioso se alimenta.

Esperamos, portanto, do BCB um esforço para recuperar sua credibilidade, tanto pela transparência em sua comunicação, como pela coerência de suas políticas. Do lado do governo, o mercado espera menos intervencionismo, alívio tributário e contração fiscal relevante.

Esse é o caminho para voltarmos a falar a língua da “estabilidade econômica que garanta aos agentes condições para implementar seus projetos de investimentos sobre o lado da oferta, que gerarão crescimento sustentado e limpo de inflação, a longo prazo, pelo fortalecimento do produto potencial brasileiro”, como falamos no início do presente trabalho, ideia muito bem ilustrada pelo gráfico abaixo:

High investment = high growth

2002-11, avg



Sources: IMF, DB Research

Capítulo IV:

PIB Nominal: uma alternativa ao IT

O grupo de economistas que ficou conhecido como Monetaristas de Mercado desenvolveu uma teoria econômica que hoje já é muito discutida e surge com força como uma alternativa ao sistema de metas para a inflação puro, o qual segundo muitos pensadores, pode ter sido um dos culpados pela crise de 2008. O argumento se apoia no fato de que o IT tem foco muito restrito, fazendo o BC míope, incapaz de enxergar e lidar com os outros problemas da economia, como uma instabilidade financeira, como ocorreu no caso do mercado *subprime*.

O economista Scott Sumner é um dos mais aguerridos defensores da adoção de metas para o PIB nominal como o melhor regime para a condução da política monetária. Ph.D. pela Universidade de Chicago e professor da Universidade de Bentley, em Massachusetts, Sumner vê no sistema a arma mais adequada para o Federal Reserve (Fed, o banco central americano) fazer o país sair do quadro atual de baixo crescimento e também como a opção mais indicada para tempos de normalidade. Por meio do blog *The Money Illusion*, iniciado em 2009, passou a martelar a ideia antes de ela ganhar o apoio de economistas como Christina Romer, ex-chefe do Conselho de Assessores Econômicos do presidente Barack Obama, e Jeffrey Frankel, da Universidade de Harvard.

"É uma política que oferece maior estabilidade macroeconômica. Leva a uma inflação razoavelmente baixa ao longo do tempo, na média, e modera o ciclo de negócios, tornando os momentos de aquecimento e desaquecimento menos intensos".

Segundo Scott Sumner, o novo modelo “é parecido com o antigo monetarismo, no sentido de que nós também pensamos que a oferta de moeda é uma variável-chave na política monetária e, como os antigos monetaristas, pensamos que a política monetária envolve mais do que taxas de juros - é sobre como mudanças na oferta de moeda afetam os preços de ativos e o crescimento do **PIB nominal**, por meio de mecanismos monetários". A principal diferença entre as duas linhas é que os antigos monetaristas objetivavam manter uma taxa estável para o crescimento da oferta de moeda, enquanto a nova linha teórica defende o crescimento do PIB nominal como alvo da política econômica.

Ainda segundo Sumner, “nós acreditamos que os indicadores de mercado são muito úteis para a autoridade monetária. Os monetaristas tradicionais não olhavam muito para os indicadores de mercado de expectativas e a política monetária deve fazer o melhor que pode com os instrumentos de que dispõe. Ela é inevitável".

A vantagem de se conduzir um regime com meta para o PIB nominal é que as autoridades monetárias estariam olhando uma variável que transmite não só a oscilação da inflação, mas a evolução do produto também.

Nos últimos anos, a proposta obteve adesões de peso. Além de Christina Romer, da Universidade da Califórnia, em Berkeley, e de Jeffrey Frankel, de Harvard, o economista-chefe do Goldman Sachs para os EUA, Jan Hautzius, recomendou que o Fed fosse por esse caminho. Por fim, em dezembro, o ex-presidente do Banco Central do Canadá, Mark Carney, afirmou que, em momentos nos quais a economia precisa de mais

estímulos, seria uma boa opção passar a mirar o PIB nominal. Uma das ideias fundamentais do compromisso dos BCs é que uma trajetória do PIB nominal tenha efeito sobre a confiança de consumidores e empresários, que seriam estimulados a gastar e investir mais.

Segundo os defensores do sistema, as políticas de afrouxamento monetário, os QEs da atual crise, têm seus méritos, mas a meta para o PIB nominal seria bem mais eficiente, seguindo o seguinte receituário:

- 1- A definição de uma tendência para a trajetória do PIB nominal, com o detalhamento do ponto em que a economia está no momento e para onde a autoridade monetária pretende levá-la, com o anúncio de quanto tempo deve durar esse processo.
- 2- O estabelecimento do ritmo do PIB nominal para a economia. Sumner vê com bons olhos um número entre 4% e 5%. Em artigo publicado em 2011, Christina Romer, hoje na Universidade da Califórnia, em Berkeley, sugeriu um ritmo de 4,5%, levando em conta 2,5% como um crescimento "normal" para o PIB real e 2% para a inflação, que o Fed vê como adequado para o longo prazo. "Estaria satisfeito com esses números", disse Sumner.
- 3- Para Sumner, nas circunstâncias atuais, o Fed não deveria tentar compensar toda a "perda" registrada desde o começo da crise, dada pela diferença entre a trajetória efetiva do PIB e a sugerida pela tendência definida para o PIB nominal. Isso implicaria uma política expansionista em excesso, afirma ele, observando que a variação do PIB nominal desde o começo da crise ficou muito abaixo do que deveria, levando em conta um aumento anual de 4,5%.

No fim de 2011, Christina calculou que o PIB nominal estava 10% abaixo da trajetória que deveria ter ocorrido caso crescesse a esse ritmo desde 2007.

O modelo segue a seguinte formulação:

- Suponha que a função de reação do BC seja $i = \beta(\pi - \pi_{meta}) - \gamma(u - u^*)$, onde “ β ” e “ γ ” são os pesos que a autoridade monetária atribui a cada um de seus objetivos de inflação e atividade/emprego.
- Se “ π_{meta} ” = “ π_e ”, então $i = -(\gamma + \alpha\beta)(u - u^*)$ e a regra monetária ficou sujeita à incerteza devido à presença de alfa. Se a variância de “ α ” é infinita, a do instrumento “ i ” também será.
- Numa regra de PIB nominal, basta que o BC faça $i = \phi(y - y_{meta})$, onde “ $y - y_{meta}$ ” é a variação do PIB nominal e não há incerteza.

Segundo os economistas que defendem o sistema de meta para o PIB nominal, o modelo é mais adequado a economias maduras e diversificadas. Isso se justifica porque, se uma economia é muito dependente de uma *commodity*, por exemplo, o petróleo, um choque positivo no preço do ativo faz seu setor produtivo acelerar muito, o que demandaria do BC alguma forma de conter a expansão dos demais setores. Segundo Sumner, para o caso do Brasil: “É possível, mas seria necessário olhar quanto o PIB do Brasil sobe e desce em razão de grandes movimento dos preços globais de commodities. Uma possibilidade para o Brasil, se isso for um problema, seria olhar uma categoria mais estreita, com a renda total nacional em salários, deixando de fora lucros, alugueis, por exemplo, para tirar o efeito das mudanças dos

preços de commodities. Mas eu teria que olhar com mais atenção para os números brasileiros para analisar se uma meta para o PIB nominal funciona nesse caso.”

Entretanto, quando no capítulo III argumentamos sobre um viés do BCB para uma maior preocupação com as variações do produto, o que isso traduz, essencialmente, é que o modelo implícito nas decisões do atual COPOM é um modelo de PIB nominal, como mostra o estudo de Bolle e Simões (2012), em que estimando os coeficientes de reatividade do Banco Central em relação a oscilações no PIB e na inflação, conseguem mostrar que estes são, a relevante nível de significância, iguais. O resultado obtido dá consistência à ideia de que o Brasil já segue uma meta de PIB nominal.

Seguindo a intuição de Somner: “Os bancos centrais dizem que miram a inflação, mas na verdade estão interessados em algo diferente. Um exemplo: se a inflação está na meta e a economia entra em recessão, o BC normalmente corta os juros. Mas por que eles cortam os juros, se a inflação está na meta e eles têm a inflação como alvo? Eles levam em conta a inflação e o crescimento real. Se eles se comportam desse modo, por que não ser explícito a respeito disso, criando uma variável como meta que combine as duas coisas com as quais os BCs se importam?”. Em outras palavras, o sistema de metas para o PIB nominal é muito mais coerente com o mundo que vivemos hoje e, dado que a transparência e credibilidade são ferramentas essenciais à eficácia da política monetária, seria muito mais interessante seguir o modelo alternativo.

Bibliografia:

- 1) *"Rethinking the Financial Network"* - Andrew G. Haldane (2009);
- 2) *"Nominal GDP Targeting"* - Eggertsson & Woodford (2003);
- 3) *"Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound"* - Michael Woodford (2012);
- 4) Cartas Econômicas Galanto - Galanto Consultoria;
- 5) Atas do COPOM;
- 6) Relatórios de Inflação do BCB;
- 8) Site do BCB;
- 7) Publicações do FED;
- 8) Materiais disponíveis no site do BoE;
- 9) Entrevistas e reportagens pertinentes veiculados por jornais, revistas e sites especializados;
- 10) *Papers* de outros autores;
- 11) "Novos dilemas de Política Econômica" - Bacha e Bolle;
- 12) www.tradingeconomics.com;
- 13) Hyman Minsky (1976) "A Theory of Systemic Fragility";
- 14) Abelian Sandpile Model - Bak, Tang e Wiesenfeld (1987);
- 15) <http://www.federalreserve.gov/>.