

## Mudança de paradigma ou mais do mesmo – a crise financeira internacional e suas consequências para a teoria macroeconômica

### RESUMO

Os paradigmas econômicos mudam à medida que novas evidências surgem. De modo geral, períodos de ruptura da normalidade, especialmente crises que alteram a trajetória de crescimento, são as fases em que a revisão ocorre. Os eventos da Grande Depressão, pós-crise de 1929, provocaram a revolução keynesiana. A década de 1970 presenciou a perda dos pressupostos da síntese neoclássica, o que levou ao início de uma nova revolução clássica, que se apoia no rigor da modelagem matemática como prova de seu caráter científico. Novamente, o paradigma vigente se modificou e o novo consenso girou em torno do que se chamou de Nova Síntese. Quase meio século depois, eclodiu a crise financeira, de proporção global, iniciada no biênio 2007-2008. Em vista dessa realidade, este artigo aborda as mudanças na teoria macroeconômica a partir da instabilidade originada naquele momento e suas consequências para a economia e como os Estados agiram para minimizar seus efeitos.

### Palavras-chave

Paradigmas econômicos; Teoria Macroeconômica; Crise Financeira.

### ABSTRACT

*Economic paradigms change as new evidence emerges. It is during periods where we experience a break with normality, and especially in times of crisis that such revisions take place. The events of the Great Depression, in the wake of the 1929 crisis, led to the Keynesian revolution. The 1970s witnessed the loss of credibility of all the presuppositions of the neoclassical synthesis, which then saw the dawn of a new-classical revolution that used the rigors of mathematical modeling as evidence of its scientific nature. Thus, once more we saw a modification in the accepted paradigm and the new consensus became accepted as the New Synthesis. Almost half a century later, we experienced another financial crisis on a global scale, which began in the period between 2007-2008. In view of this reality, the present article looks at the changes that took place in macroeconomic theory as from the instability caused in the period and its consequences to the economy and looks at how the States acted to minimize its effects.*

### Keywords

*Economic Paradigms; Macroeconomic Theory; Financial Crisis.*

1. Possui graduação em Business and Commerce – Monash University (2003), graduação em Economia pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – USP (2006) e mestrado em Economia do desenvolvimento pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (2013). Atualmente é doutoranda em Economia pela Universidade Federal Fluminense e gerente de estudos econômicos da Associação Brasileira de Desenvolvimento.

## 1. Introdução

A história econômica é movida pela transformação de suas teorias, às vezes pela continuidade e aprofundamento dos paradigmas, outras vezes pela ruptura em relação aos conceitos vigentes. As mudanças acompanham as necessidades temporais e a evolução no campo das técnicas e princípios. Este artigo aborda a questão da eficiência das teorias econômicas à luz de grandes crises, nominalmente a crise financeira que se iniciou em 2007-2008, de forma a entender como os modelos atuais foram incapazes de prever, ou mesmo de minimizar, os efeitos daquela que foi considerada a maior crise econômica mundial desde a Grande Depressão nos anos 1930. Após um breve período de revisão dos modelos, pouco foi feito no sentido de reavaliar o novo consenso macroeconômico, quer dizer, segue-se no mesmo paradigma pré-crise de baixa regulação dos mercados, com predominância da política monetária sobre a fiscal. Essa manutenção da forma de executar políticas públicas dificulta a recuperação da economia, em nível mundial, o que já está sendo defendido por alguns economistas como estagnação secular.

A evolução das teorias econômicas à luz de novas evidências é a forma como os fundamentos se adaptam à realidade, como são superadas as crises e ciclos de recessão. A revolução keynesiana, inaugurada com o lançamento do livro *Teoria geral do emprego do juro e da moeda*, que chegou contradizendo os pressupostos clássicos, surgiu como resposta à necessidade de readaptação da economia após os eventos da Grande Depressão provocada pela crise de 1929. Buscavam-se alternativas para contribuir para o processo de recuperação econômica. A teoria proposta por Keynes explicava a crise, o que as teorias vigentes não conseguiam, oferecendo uma nova visão que não somente justificava, mas incentivava a intervenção estatal, por meio de investimentos públicos diretos, como forma de retirar a economia da trajetória da depressão. A política fiscal tornava-se essencial como instrumento do Estado para aumentar o nível de demanda agregada. Ao mesmo tempo, introduziu conceitos necessários para o entendimento das relações entre os agentes econômicos, como a preferência pela liquidez, a demanda efetiva, o equilíbrio abaixo do pleno emprego, o multiplicador da renda e o papel central que as expectativas arrolam nas decisões dos agentes econômicos, entre outros.

Esse movimento inspirou a escola de pensamento conhecida como a síntese neoclássica, que foi, por aproximadamente quarenta anos, a teoria dominante. Coin-

cidou, também, com o período de recuperação do pós-Segunda Guerra Mundial, que produziu a era de ouro do capitalismo quando a fase de bonança econômica propiciou o aumento da renda e o crescimento sistemático da maioria das economias desenvolvidas.

Quebrando o longo período de alto crescimento, os anos 1970 trouxeram grande instabilidade, inaugurando uma crise de oferta; o mundo desenvolvido em geral vivia momentos de alta inflação e baixo crescimento econômico. A curva de Phillips, que relaciona taxa de inflação com nível de emprego, conforme proposta originalmente, não refletia mais a realidade das economias desenvolvidas. Isto é, o consenso macroeconômico dominante falhou, uma vez que não conseguiu explicar a estagflação – alta das taxas inflacionárias aliada às elevadas taxas de desemprego (MANKIWI, 1988, p. 436-437).

Do ponto de vista teórico, a contribuição da síntese neoclássica é questionada, pois carecia de microfundamentos. Ademais, a econometria se torna a linguagem na macroeconomia. Inaugura-se então o que se convencionou chamar de revolução novo-clássica, escola que se apoia no rigor da modelagem matemática como prova do seu cientificismo. A construção de modelos a partir de comportamentos otimizadores no nível microeconômico garante que a economia caminhe para uma posição de equilíbrio em todos os mercados. No limite, os ciclos econômicos estariam eliminados e a possibilidade de crises e recessões prolongadas, deixada para trás. Marcando essa virada, em meados da década de 1970, Robert Lucas fez sua crítica à teoria macroeconômica *mainstream*<sup>2</sup> propondo a hipótese de expectativas racionais – os agentes maximizam sua utilidade com base nas informações disponíveis, o que garante o melhor resultado para a sociedade como um todo (LUCAS JR.; SARGENT, 1979).

Assim, novamente, o paradigma vigente foi se modificando. Para os novos-clássicos a taxa de desemprego de uma economia não depende da oferta monetária, que no curto prazo é neutra, mas resulta da oferta e demanda por mão-de-obra e outras considerações microeconômicas (MANKIWI, 1988, p. 436). Variações na oferta monetária apenas alteram o nível de preços. O conceito de taxa natural de desemprego foi se consolidando, assim como o entendimento de que o foco da política econômica deveria ser a manutenção da taxa de inflação em patamares baixos.

---

2. Ver Lucas Jr. e Sargent (1979) e Sargent (1975).

A partir da crítica de Lucas e da incorporação da hipótese das expectativas racionais na modelagem macroeconômica, mudou-se a forma de construir modelos em macroeconomia. Assim, desde a década de 1980 o debate tem sido dividido entre: 1. os novos-clássicos, grupo influente com seus modelos microfundamentados de ciclos econômicos reais, em que as variações nas taxas de crescimento são derivadas do progresso tecnológico; 2. os novos keynesianos, grupo mais moderado em termos do realismo das hipóteses de trabalho, que tinham na política monetária, especificamente o uso de taxas de juros, o principal instrumento de controle das flutuações de curto prazo; e 3. os pesquisadores da teoria do crescimento, grupo menos influente, que terminou agregando algumas formas diferentes de pensamento (BLANCHARD, 2007). Foi também um período quando, nos países desenvolvidos, entrou-se numa era que ficou conhecida como a Grande Moderação, fase marcada pela estabilidade econômica. A revolução novo-clássica trouxe um novo entendimento de como as relações econômicas deveriam funcionar, em especial no que tange ao papel do Estado na intermediação dos agentes econômicos – a intervenção poderia apenas piorar a situação dos agentes em termos de bem-estar, que agiriam segundo a hipótese das expectativas racionais. Chegou-se então a um novo consenso sobre as teorias econômicas, o que Woodford denominou de Nova Síntese, que incorpora as hipóteses de expectativas racionais a modelagens macroeconômicas de curto prazo, assumindo que o mercado é imperfeito e há assimetria de informações. Por essa razão, no curto prazo a economia não necessariamente se encontra em equilíbrio, o que permite que haja espaço para as ações econômicas. Na prática, durante as décadas de 1990 e começo de 2000, o que ocorreu foi uma convergência ao entendimento de que o mercado deveria passar por um processo de desregulamentação, especialmente financeira (BLANCHARD *et al.*, 2010, p. 6).

No entanto, as mudanças na forma como se estuda a macroeconomia e seus avanços enquanto ciência e métrica não foram suficientes para antever a crise econômica que se iniciou em 2007-2008. Mrejen (2014, p. 107) argumenta que a eclosão da crise financeira e o fim do período de estabilidade econômica da Grande Moderação significou um grande desafio ao Novo Consenso e seus paradigmas. A aparente calma do período da Grande Moderação escondia a crescente instabilidade gerada concomitantemente ao aumento do risco financeiro, fruto, sobretudo, da desregulamentação.

Este artigo aborda justamente a trajetória da grande crise financeira que se iniciou no período 2007-2008 e suas consequências para a teoria macroeconômica. Para tanto, está dividido em três seções, além desta introdução. A seção 2, “A crise sistêmica”, aborda o histórico da crise nos Estados Unidos e na Europa periférica; a seção 3, “Mudança de paradigma ou mais do mesmo?”, trata das possíveis mudanças no modelo econômico e sua capacidade de atuar na recuperação da economia. Finalmente, a seção 4 traz um sumário à guisa de conclusão.

## 2. A crise sistêmica

Entre os anos de 2007 e 2008, o mundo foi abalado pela eclosão de uma grande crise econômica que viria a alterar a estabilidade do período da Grande Moderação. A crise, originalmente financeira nos Estados Unidos, intensificou-se enquanto crise na economia real, alcançou o nível de crise soberana na Europa, empoçou o capital internacional, destruiu riqueza, reduziu o comércio global, comprimiu o crescimento do PIB mundial e encolheu os investimentos.

O começo da instabilidade foi o ano de 2007, quando as contradições do mercado financeiro já eram evidentes. Os acontecimentos do ano mostraram a intensidade do que estava por vir, como veremos a seguir; no entanto, foi apenas em setembro de 2008 que o real estrago da crise começaria a ser sentido. Desse modo, já no primeiro mês de 2007, com a multiplicação da inadimplência dos créditos hipotecários nos Estados Unidos, surgiram as primeiras concordatas e falências de bancos especializados do setor financeiro. No entanto, a insolvência do Bear Stearns, em junho de 2007, foi o fato que realmente marcou o início desse período de transição entre a Grande Moderação e a crise financeira (ainda que, como veremos adiante, a origem dessa instabilidade tenha aparecido no começo do século com a bolha na internet). O mercado entrou em crise e as bolsas caíram diante do risco de contágio. Os bancos centrais dos países desenvolvidos, entre eles o Federal Reserve dos Estados Unidos – Fed – e o Banco Central Europeu – BCE –, intervieram para conceder mais liquidez aos mercados financeiros. Na sequência, ainda em 2007, em setembro, o Northern Rock, o quinto banco de empréstimos imobiliários na Grã-Bretanha, se viu ameaçado de falência de-

vido à corrida bancária, o que gerou piora das expectativas; o Banco da Inglaterra o resgatou, de forma a evitar contágio no sistema financeiro (FEIL, 2014, p. 68; FEDERAL RESERVE [FED]).

Os sintomas continuaram no ano seguinte, e já em janeiro de 2008 o Fed baixou a taxa básica de juros em 0,75 p.p., a 3,5% a.a. – uma amplitude de baixa excepcional. Em fevereiro o governo britânico nacionalizou o Northern Rock. Em março, o JP Morgan comprou o banco de investimentos Bear Stearns, em uma tentativa de minimizar as perdas que o banco causava, a um valor irrisório, de US\$ 236 milhões, com ajuda do Fed. Ainda assim, no mesmo mês o Fundo Monetário Internacional (FMI), alerta que as perdas podem chegar a US\$ 1 trilhão. As incertezas continuaram e as falhas que o sistema acumulava em anos anteriores de desregulamentação e engenharia financeira extremamente elaborada não cessavam de aparecer.

Em meados de 2008, as duas maiores empresas do setor hipotecário dos Estados Unidos, os grupos de refinanciamento Freddie Mac e Fannie Mae, estavam à beira da insolvência. Ambas adquiriram ativos podres, baseando-se em empréstimos imobiliários de alto risco – os *subprimes*. Para impedir sua falência, o Tesouro dos Estados Unidos anunciou um plano de resgate de US\$ 100 bilhões para as dívidas de cada uma dessas instituições. O plano não foi suficiente e em setembro o Tesouro assumiu as duas empresas.

As intervenções acabaram se mostrando módicas para o tamanho dos rombos, e em setembro o Lehman Brothers entrou com pedido de falência, ação que acabou sendo o epicentro da crise financeira. O Banco Central dos Estados Unidos, temendo o efeito do *moral hazard*, não atuou no resgate da instituição, causando descrédito do sistema como um todo e, conseqüentemente, um efeito contágio sem precedentes. No mesmo mês, a Merrill Lynch é vendida emergencialmente para o Bank of America por US\$ 50 bilhões (FEIL, 2014, p. 68; FEDERAL RESERVE [FED]).

Pode-se, portanto, afirmar que foi somente a partir desse ponto que o mercado financeiro realmente colapsou e os bancos de investimento retiraram suas posições – entre 2007 e setembro de 2008, apesar das evidências, as instituições seguiam incorrendo em riscos cada vez maiores. A crise nesse momento tomou proporções gigantescas e as bolsas de valores no mundo inteiro despencaram. Os ativos financeiros se desvalorizaram em uma proporção inédita, o que acabou gerando perda de poder aquisitivo, que por sua vez provocou um círculo vicioso na economia.

O Fed entende nesse momento que não poderia permitir a generalização do contágio e lança um plano para salvar os bancos – o Troubled Asset Relief Program (TARP). Assim, inicia a troca de ativos podres dessas instituições por ativos de alta liquidez, em uma tentativa de fortalecer o setor e minimizar os efeitos da crise. Ao mesmo tempo, os bancos centrais de grande parte dos países desenvolvidos cuidam de injetar liquidez em seus sistemas financeiros.

A adoção de medidas continua e ainda em setembro o Fed e o governo dos Estados Unidos nacionalizam o grupo de seguros AIG (American International Group), ameaçado de falência, concedendo-lhe um crédito de US\$ 85 bilhões em troca de 79,9% de seu capital. O banco britânico Lloyd TSB compra seu concorrente HBOS, ameaçado de falência.

Finalmente, em outubro de 2008 a Câmara dos Estados Unidos aprova um pacote de ajuda fiscal de US\$ 850 bilhões. Desse total, US\$ 250 bilhões foram destinados à compra dos títulos insolventes dos bancos. A partir de então, grande parte dos demais países anunciavam pacotes de ajuda, de forma a minimizar os efeitos da crise sobre seus sistemas financeiros (FEIL, 2014, p. 69; FEDERAL RESERVE [FED]). Em novembro de 2008 o BCE reduziu as taxas de juros a 1% a.a. (em 2011 a autoridade monetária voltou a baixar para entre 0% e 0,25%) e adotou medidas de garantia aos depósitos bancários em cada país. Assustados com a proporção que a crise já tomava, em outubro de 2007 os ministros do G7,<sup>3</sup> reunidos em Washington, assumem o compromisso de impedir a quebra dos bancos importantes – *too big to fail*. Logo em seguida o BCE assegura ajuda financeira aos bancos (mais de US\$ 1,3 trilhão). No entanto, a restrição monetária que os países europeus possuem individualmente, em função do câmbio unificado, limitou a atuação da política de expansão adotada pelo BCE (MARI-CHAL, 2016).

Os problemas no setor continuaram, e em novembro de 2008 o Citigroup, em grandes dificuldades financeiras, anuncia um novo plano social que prevê a supressão de mais de 50 mil postos de trabalho, além das cerca de 23 mil demissões ocorridas desde o fim de 2007. A partir de então o governo dos Estados Unidos divulga um plano de apoio ao Citigroup, que inclui uma garantia de mais de US\$ 300 bilhões sobre seus ativos em troca de uma participação do capital.

---

3. Estados Unidos, Canadá, Alemanha, Japão, França, Reino Unido e Itália.

A alta volatilidade dos mercados adentrou 2009, e em março a bolsa de valores Dow Jones atinge o pior nível desde 1997. Em abril, no London Summit 2009, o grupo dos vinte maiores países do mundo (G20) aumenta para US\$ 750 bilhões os recursos destinados ao FMI, apoia a alocação de Direitos Especiais de Saque no valor de US\$ 250 bilhões, de assegurar pelo menos US\$ 100 bilhões de crédito adicional por meio dos bancos multilaterais de desenvolvimento, além de garantir US\$ 250 bilhões de apoio ao financiamento ao comércio, constituindo um programa de suporte aos países no valor de US\$ 1,1 trilhão para injetar liquidez no sistema (G20 INFORMATION CENTER, 2009).

## 2.1 Europa periférica

A propagação da crise para fora dos países centrais atingiu também a soberania dos países periféricos, em especial os da Europa. Em dezembro caem os bônus da dívida da Grécia, com o posterior rebaixamento de seus títulos pelas agências de risco. Em janeiro de 2010 o governo grego anuncia medidas para acelerar a recuperação econômica e reduzir o déficit público dos 12,7% do PIB, em 2009, para menos de 3% do PIB em três anos. Em março chega a vez de Portugal e as autoridades do país anunciam programa de austeridade para reduzir déficit de 9,3% do PIB. A União Europeia e o FMI aprovam o resgate financeiro da Grécia concedendo um apoio de 110 milhões de euros. Como contrapartida, o governo grego aprova cortes orçamentais de 30 milhões de euros até 2012 (ABDE, 2016).

Receando um contágio maior e mais intenso, em maio a reunião extraordinária do Conselho Europeu de Assuntos Econômicos e Financeiros (Ecofin), destinada inicialmente a apoiar o plano de resgate da Grécia, acaba por aprovar um mecanismo de resgate a Estados da zona do euro no valor total de 750 milhões de euros. Os resgates eram condicionados a ajustes fiscais por parte desses países. No mesmo mês a Grécia anuncia um plano de redução da despesa no valor de 15 milhões de euros em dois anos. Entre outras medidas, congelam-se todas as pensões, exceto as mais baixas, e reduz-se em 5% o salário de todos os funcionários públicos. O plano de ajuste financeiro está em linha com os mais drásticos ajustes adotados na Europa até o momento. A França congelou a despesa pública por um triênio. A Repú-

blica da Irlanda tinha anunciado uma redução de despesas de 4 milhões de euros (ABDE, 2016).

Na sequência de países com graves problemas fiscais, a Irlanda admite, em setembro de 2010, que o resgate dos bancos lhe custará entre 45 e 50 bilhões de euros e com isso seu déficit público subiria para 32% do PIB. A crise soberana se aprofunda, e as dúvidas acerca da credibilidade da Grécia, Irlanda, Portugal e em menor medida, Espanha, aumentam (no que ficou conhecido como crise dos PIGS).

Na iminência de problemas maiores, em novembro a União Europeia e o BCE pressionam a Irlanda a solicitar ajuda financeira e não contagiar Portugal e Espanha e outros países europeus. A Irlanda cede a pressões e solicita uma linha de crédito de 80 bilhões de euros e aprova um novo ajuste orçamentário. Entre outras medidas, o governo corta 25 mil postos de trabalho da administração pública e uma alta de impostos para que o resgate ocorra. Após quase dois meses de negociações, o país chega a um acordo com a União Europeia e o FMI sobre um plano de resgate de 85 milhões de euros. A situação se agrava na Europa e, em março de 2011, os chefes de governo da zona do euro aprovam o Pacto do Euro, que contém mais medidas de ajustes e de impulso de competitividade pelos países membros, especialmente Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha (BBC NEWS, 2012).

Os ajustes de políticas contracionistas, em particular de retração fiscal, começam a falhar, e em março de 2011 Portugal já admite que o déficit é maior do que o anunciado, em torno de 8,6% do PIB (e não 7,3%). Como consequência, a Moody's rebaixa a qualificação da dívida portuguesa (última agência de risco a rebaixar a dívida do país, uma vez que a Fitch y Standard & Poor's já haviam diminuído). A consequência é que Portugal se vê obrigado a pedir ajuda internacional. E, após dois meses de negociações, as instituições internacionais anunciam um programa de ajuda financeira no total de 78 bilhões de euros ao país, com a contrapartida de um novo ajuste fiscal (BBC NEWS, 2012).

Em meados de 2011, o parlamento grego aprova novo programa de austeridade, apesar da crescente contestação nas ruas. Os líderes da zona do euro decidem implantar um novo pacote de resgate da Grécia, envolvendo pela primeira vez o setor privado. A situação econômica do país se deteriorou consideravelmente desde então. Apesar da queda do déficit fiscal, a relação da dívida bruta com o PIB seguiu subindo e o nível de atividade da economia despencou. A taxa de desemprego foi às alturas. O país segue na iminência da insolvência (ABDE, 2016).

Os demais países dos PIGS apresentaram melhoras pontuais a partir de 2012. No entanto, todos apresentam taxas de crescimento bastante baixas e ainda mantêm déficits e relação de dívida com o produto insustentáveis<sup>4</sup>. A austeridade fiscal imposta aos PIGS mostrou-se deletéria, gerando um círculo vicioso na economia desses países.

## 2.2 Uma visão crítica

As crises financeiras são tradicionalmente oportunidades para a reestruturação dos paradigmas econômicos, por meio de rupturas ou rearranjos das formas até então entendidas como tradicionais. Mostram a necessidade de mudanças políticas, na gestão da atividade econômica do poder financeiro e nas inovações do mercado financeiro.

Os primeiros sinais de que a Grande Moderação estava chegando ao fim ocorreram no início do milênio com a crise dos “*dot.com*”, quando estourou uma bolha especulativa que havia aumentado o preço das ações de empresas de tecnologia da informação de maneira insustentável. No entanto, a rápida recuperação subsequente (maquiada por meio da abrupta queda das taxas de juros dos países desenvolvidos, especialmente nos Estados Unidos) adiou a destruição de riqueza que a crise traria. De acordo com Marichal (2016, p. 282), esse fenômeno acabou criando as precondições para a grande crise descrita acima, pois criou crédito barato que aumentou a potencialidade das bolhas, especialmente no mercado imobiliário, gerando um efeito riqueza insustentável. No mesmo sentido, permitiu que a desregulamentação sobre o mercado financeiro seguisse da forma como estava, o que, aliada à baixa taxa de juros das economias maduras (que permaneceram baixas durante todo esse período), e às inovações ocorridas no mercado, estimulou o setor financeiro a tomar posições cada vez mais arriscadas. Assim, ocorreu aumento considerável da oferta de crédito e estímulo às famílias a tomarem empréstimos, especialmente para fi-

4. O PIB de Portugal variou -3,0% em 2009, 1,9% em 2010, -1,8% em 2011, -4,0% em 2012, -1,13% em 2013 e 0,9% em 2014; o PIB da Irlanda, -4,6% em 2009, 2,0% em 2010, -0,04% em 2011, -1,1% em 2012, 1,1% em 2013 e 8,4% em 2014; na Grécia cresceu -4,3% em 2009, -5,5% em 2010, -9,3% em 2011, -7,3% em 2012, -3,2% em 2013 e 0,6% em 2014; e na Espanha variou -3,6% em 2009, 0,01% em 2010, -1,0% em 2011, -2,6% em 2012, -1,7% em 2013 e 1,4% em 2014 (FMI - World Economic Outlook, 2016). Por sua vez, a relação da dívida pública bruta com o produto interno de Portugal variou 83,6% em 2009, 96,2% em 2010, 11,4% em 2011, 126,2% em 2012, 129,0% em 2013 e 130,6% em 2014; a dívida da Irlanda era de 61,5% em 2009, 86,1% em 2010, 110,4% em 2011, 119,7% em 2012, 119,6% em 2013 e 104,7% em 2014; a Grécia totalizou 126,7% em 2009, 146,2% em 2010, 172,1% em 2011, 159,6% em 2012, 177,9% em 2013 e 180,4% em 2014; e a Espanha alcançou 52,7% em 2009, 60,1% em 2010, 69,5% em 2011, 85,7% em 2012, 95,5% em 2013 e 100,4% em 2014 (FMI - WORLD ECONOMIC OUTLOOK, 2016).

nanciamento imobiliário (o que acabou valorizando o mercado imobiliário). Vale dizer que muitas vezes o mesmo imóvel tinha inúmeras hipotecas (prática comum de refinanciamento imobiliário nos Estados Unidos), aumentando ainda mais o risco do sistema. Ou seja, a questão que se evidenciava com o estouro do mercado financeiro nos Estados Unidos foi tratada como um distúrbio em relação à rota de crescimento que a Grande Moderação trouxe. Não apenas isso, mas ocorreu um aprofundamento das tendências econômicas previamente adotadas. Com isso, a crise foi subestimada e os problemas causados pela desregulamentação, mobilidade de capital, abertura financeira etc. foram aprofundados. As instituições financeiras seguiram incorrendo em práticas cada vez mais arriscadas com o lançamento de produtos financeiros extremamente complexos e sem nenhuma ou muito pouca regulação, como por exemplo os derivativos – contratos que derivam de títulos imobiliários e juntavam em um mesmo grupo títulos de nível de risco diferentes; ou os CDOs (*collateralized debt obligation*), que empacota em um mesmo tipo de contrato as hipotecas *subprimes*, empréstimos estudantis, empréstimos comerciais, dívidas de cartão de crédito etc., assumindo que esses diferentes títulos apresentam o mesmo nível de risco. Formou-se uma engenharia financeira inédita e altamente especializada. Em um mundo bastante globalizado, essa prática acabou por se espalhar por todos os grandes mercados financeiros, sobretudo dos países desenvolvidos. Essa ação, muitas vezes desconsiderando práticas de gestão de risco das instituições, acabou criando as precondições da crise e é responsável pela rapidez do efeito contágio. Leijonhufvud (2009, p. 744) estima que os bancos estadunidenses atuavam com nível de alavancagem de até vinte vezes, sendo que alguns bancos de investimento chegavam a trinta vezes seu nível de capital. Ele segue sua análise afirmando que os bancos europeus atuavam com os mesmos níveis, talvez até mais altos.

Portanto, a desregulamentação do setor financeiro foi uma das causas da eclosão dessa grande crise. A excessiva ênfase na autorregulação e na capacidade dos modelos econométricos complexos, que poucos entendiam, foram catalisadores para a eclosão da crise de proporções catastróficas. A partir de então, descobriu-se um sistema financeiro e bancário frágeis. Em vista da gravidade da situação e da percepção de que o mundo estava diante da maior crise financeira desde a Grande Depressão, os governos e bancos centrais dos principais países atingidos adotaram políticas de intervenção da economia, com forte redução das taxas de juros, de forma a devolver a liquidez ao sistema, além de incorrer em política fiscal de cunho expansionista. O contraste

entre o que aconteceu após 1929, quando o Estado demorou a intervir na economia, e a crise recente de 2007-2008 foi considerável. Na primeira, o colapso foi muito maior e mais intenso. Nessa última, a pronta ação do governo e do Fed, especialmente ao comprar os ativos podres das instituições financeiras – o TARP – num primeiro momento, e a injetar liquidez na economia na sequência, foram essenciais para minorar o agravamento da crise (SUMMERS, 2016, p. 93).

No entanto, vale destacar que, apesar da resposta do Estado ter sido muito mais acentuada que a dada em 1929, e de a economia ter implodido de forma mais dramática no século passado, a recuperação também foi consideravelmente mais rápida naquele período, ao passo que na atualidade esse processo está sendo lento e gradual (SUMMERS, 2016, p. 96). Como se discutiu brevemente nesta seção, a intervenção do Banco Central estadunidense foi mais concentrada no sistema financeiro por meio da injeção de liquidez nos bancos, garantindo a solvência dessas instituições. No entanto, essa liquidez não foi repassada ao restante da economia, causando a transferência da crise do setor financeiro para a economia produtiva. Por sua vez, na Europa, sobretudo em sua periferia, os países, ainda que num primeiro momento tenham adotado pacotes de ajuda financeira aos principais bancos e tenham aberto mão de políticas monetárias expansionistas, adotaram política fiscal pró-cíclica. Ou seja, contribuíram para a retração da demanda agregada em um momento de queda do produto.

A consequência dessas políticas foi uma recuperação lenta, gradual e insuficiente, com manutenção de baixas taxas de crescimento e elevados índices de desemprego pela década seguinte à eclosão da crise. Nos Estados Unidos, e especialmente na Europa, as expectativas de avanço do PIB foram desacelerando, bem como o produto potencial. As políticas implantadas para a recuperação e minimização dos efeitos da crise não lograram alcançar taxas de crescimento similares ao período anterior (SUMMERS, 2016).

### **3. Mudança de paradigma ou mais do mesmo?**

A rapidez do efeito contágio da crise que se iniciou em 2007-2008, bem como a iminência do colapso do sistema financeiro mundial, trouxe de volta para o centro da discussão o papel da intervenção e poder de regulação do Estado, o poder da polí-

tica fiscal, como importante instrumento de política econômica, e a função dos bancos centrais como emprestadores de última instância. Essa ampliação da discussão sobre os instrumentos disponíveis utilizados para a contenção dos efeitos da crise, de acordo com Blanchard *et al.* (2010, p. 9), se deve, em grande medida pelo fato de a política monetária adotada após a crise dos “*dot.com*”, em 2001, o – *quantitative easing*,<sup>5</sup> e redução da taxa de juros, ter atingido seu limite antes da crise financeira de 2007-2008. Adicionalmente, desde sua eclosão, a crise foi percebida como bastante severa e de longa duração – essa característica permitiria à política fiscal gerar os efeitos desejados (os efeitos da política fiscal são considerados mais demorados que os da política monetária).

Uma consequência imediata da crise, como foi discutido na seção anterior, é a atuação dos bancos centrais dos países desenvolvidos, que aplicaram medidas intervencionistas, garantindo a liquidez do sistema e evitando maiores incertezas. A crise deixou evidente que os problemas que o setor financeiro poderia causar estavam profundamente subestimados nos modelos macroeconômicos da Nova Síntese, e o papel da política fiscal acabou por ser repensado. No mesmo sentido, passou-se a usar instrumentos macroprudenciais para auxiliar a ação econômica. Ou seja, a novidade foi permitir que os bancos centrais nos países desenvolvidos agissem de forma não convencional (BLANCHARD *et al.*, 2014). Isso posto, pode-se afirmar que, em termos de política econômica, ocorreu nesse período certa convergência aos preceitos keynesianos (ROCHON; ROSSI, 2010).

Leinonhufvud (2009) nota que se verificou uma descontinuidade na doutrina política do Novo Consenso num curto espaço de tempo em resposta ao período agudo da crise financeira, resultado principalmente das intervenções dos bancos centrais. No período da Grande Moderação, os *policy makers* chegaram ao consenso de que a principal função das autoridades monetárias seria controlar o nível de preços. A política monetária tinha unicamente esse objetivo, e qualquer tentativa de alterar a taxa natural de emprego ou o hiato do produto teria efeitos apenas transitórios. Com a crise financeira nos Estados Unidos e seu contágio para outras economias, os banqueiros centrais estavam incorrendo em medidas práticas, interven-

---

5. *Quantitative easing* é o processo realizado pelo Banco Central dos Estados Unidos – o Federal Reserve (Fed) – de injeção de liquidez na economia do país por meio da compra de ativos podres dos bancos.

do diretamente na economia. Portanto, não se tratava apenas de reduzir mais as já baixas taxas de juros, mas sim de prover liquidez e atuar diretamente nos bancos. O governo dos Estados Unidos chegou a interceder em empresas automobilísticas, seguradoras e bancos.

A crise evidenciou, na prática, que o equilíbrio macroeconômico não seria atingido apenas com inflação controlada e taxas de crescimento estáveis (BLANCHARD *et al.*, 2014, p. 4). A limitação da política monetária no contexto de inflação baixa e excesso de poupança gerou o que Keynes descreveu no século XX como armadilha da liquidez. Ou seja, a política monetária tornava-se pouco ou quase nada eficaz. Nesse contexto, os governos passaram a utilizar a política fiscal como instrumento para estimular a retomada do processo de crescimento. Summers (2016) argumenta que, apesar de todos os pré-requisitos necessários para o aumento do investimento estarem sendo ofertados (dinheiro a baixas taxas de juros, matéria prima barata, preços estáveis, taxa de câmbio favorável), a expectativa dos agentes não é expansionista. Assim, os formuladores de política econômica devem se adaptar a essa nova realidade de forma a estimular o crescimento do nível de investimento. Summers continua seu argumento afirmando que, nessa nova realidade, a supremacia da política monetária sobre a fiscal pode apenas aprofundar a característica de baixo crescimento econômico com inflação em níveis próximos a zero.<sup>6</sup>

A nova realidade impôs uma revisão dos modelos macroeconômicos. Não somente a política econômica posta em prática nas economias desenvolvidas estava sendo alterada, mas questionava-se até que ponto o Novo Consenso era adequado para descrever o funcionamento de um mercado extremamente financeirizado, uma vez que não conseguiu dispor de instrumentos e políticas para minimizar os efeitos da crise

---

6. “And I will conclude by observing that at a moment when money has never been cheaper, a moment when materials cost are near record lows, [...] And the United States right now has the lowest infrastructure investment rate that it has had since the Second World War. If you adjust for depreciation and round to the nearest integer, that investment rate is zero. And that seems to me manifestly inappropriate. And the only thing that is more wrong than the current low infrastructure investment rate is the absence of any systematic planning to rapidly build up and launch infrastructure when the next recession comes. Policymakers need to adapt to a world that is very different. A world where the problems are as much of deflationary risks as of inflationary risks, of insufficient demand as of inadequate supply. A world of limits on the power of monetary policy. A world where fiscal policy matters, whether one has my kind of views of fiscal policy directed at public investment or other views of fiscal policy directed at stimulating private investment. This is not a matter of political ideology, but it is a matter of economic reality. A moment of very different economic conditions will require very different economic policy responses. And that is something both those charged with monetary policy responsibility and those who create the political frameworks in which monetary policy operates need to keep very much in mind in this era of secular stagnation.” (SUMMERS, 2016, p. 109).

financeira que eclodia. Na verdade, o problema era ainda pior, pois tais modelos nem sequer previram que uma crise poderia estar se estruturando com a formação de bolhas no preço dos ativos antes de 2007, apesar da instabilidade que o período pós-crise dos “*dot.com*” havia gerado. A despeito dos indícios, eram poucos os economistas que alertavam para a possibilidade de um grande colapso do sistema vigente.

De fato, a interpretação das tendências econômicas sofre, em geral, ao menos parcialmente, em qualquer conjuntura histórica, deformações causadas por determinados consensos ou paradigmas que se difundem pelo mundo dos economistas, os quais produzem a sensação de haver alcançado um conhecimento bastante seguro das leis ou trajetórias fundamentais que regem a economia e as finanças. Por exemplo, nos anos 1990, difundiu-se amplamente o paradigma dos mercados sempre eficientes, contribuindo para que se pensasse que não eram necessárias maiores regulamentações. Igualmente grave foi que esse consenso se espalhou pela imprensa e pelos meios de massa, exercendo influência sobre os políticos, com o que se converteu em uma espécie de ideologia da época (*Zeitgeist*), que não necessariamente admitia interpretações alternativas ou contrárias, até o momento em que se produziu uma crise maior. (MARICHAL, 2016, p. 281)

Com isso, críticas e autocríticas foram surgindo. Blanchard e alguns coautores publicaram em 2010 um texto identificando esse fenômeno,<sup>7</sup> argumentando que, antes da eclosão da crise, não era razoável pensar outra política macroeconômica que pudesse trazer estabilidade. Acreditava-se que a ênfase no controle inflacionário, por meio da política monetária que mantivesse o hiato do produto próximo a zero, fosse a melhor forma de garantir o crescimento. Admitia-se, dessa forma, que a intervenção do Estado na economia deveria ser mínima e, portanto, a política fiscal deveria ter papel secundário na condução da política econômica – a prática de gerar superávit era condição *sine qua non* para garantir a confiança na solvência do país e assim aumentar o nível de investimento. Nesse mesmo sentido, a regulamentação econômica não estava no escopo da política macroeconômica (BLANCHARD *et al.*, 2010, p. 3).

---

7. O texto publicado pelo Fundo Monetário Internacional é uma tentativa de autocrítica – ainda que mantendo as premissas do Novo Consenso.

À medida que a crise iria se desenrolando, as críticas ao Novo Consenso se intensificaram em escolas de todas as vertentes.<sup>8</sup> Romer (2016) foi uma dessas vozes, com o argumento de que “*facts with unknown truth value*” são tratados como se fossem verdadeiros. Para aprofundar o problema, a matemática extremamente elaborada utilizada pelos economistas para desenvolver seus modelos acaba sendo usada para “encobrir” o fato de que, para chegar à conclusão requerida, foram utilizadas muitas hipóteses que não necessariamente são corretas. Ainda que Romer critique o modelo keynesiano por assumir como verdadeiras hipóteses que ele acredita não serem críveis, ele segue seu argumento afirmando que os modelos do Novo Consenso, no entanto, também utilizam hipóteses inverossímeis e têm o advento de serem mais herméticas (ROMER, 2016, p. 19).

Rochon e Rossi (2010) alegam ser evidente que a teoria do Novo Consenso falhou e passava por um período de descompasso. Os autores seguem com seus argumentos afirmando que os mercados financeiros são instáveis por natureza e que a incerteza deve ser reconhecida como importante fator a ser considerado, uma vez que o mundo tem propriedades não ergódicas.

Tudo isso para justificar que os governos nacionais utilizaram políticas de cunho fiscal para amenizar os efeitos da crise. No entanto, quando o pior da crise parecia ter passado (ainda que seus efeitos se sintam até os dias atuais, os Estados Unidos viveram o pior momento no biênio 2008-2009, enquanto a Europa passou pelo pior momento entre 2010 e 2012), as preocupações com o nível de endividamento e os déficits nominais já estavam de novo assumindo protagonismo nas discussões econômicas. Assim, as medidas expansionistas que haviam sido adotadas foram rapidamente revertidas e a austeridade fiscal voltou a ser dogmática.<sup>9</sup>

Torna-se cada vez mais evidente que a crise mostrou falhas graves na construção de modelos macroeconômicos do Novo Consenso, com a sustentação de políticas econô-

---

8. Rochon e Rossi (2010, p. 6), por exemplo, mostram que: “*Professional economists of all stripes should indeed accept the conclusion that the idea of efficient markets is nothing but a myth*”.

9. “*On the policy side, we have witnessed the unprecedented rise of Keynesian or Keynesian-friendly policies, with governments around the world adopting rare stimulus packages to save fledgling economies. Further, central bank policies have also been deeply transformed, to become increasingly interventionist. Can this last? Already, countries are succumbing to orthodox thinking about public deficits and debts and are scrambling to show their leadership in proposing bold steps to reduce public deficits incurred during the crisis. In this sense, Keynesian policies have been reduced, once again, to mere short-term or crisis solutions. As a result, the macroeconomics of Keynes has not been so much rediscovered as conveniently borrowed. In fact, policymakers continue to think that Keynesian policies should not be adopted permanently*” (ROCHON; ROSSI, 2010, p. 6).

micas ineficientes, o que forçou os economistas e agentes de políticas públicas a pensar em formas alternativas de atuação quando da eclosão da crise. No entanto, o argumento desses economistas permanece sendo que tais modelos ainda são válidos. Ou seja, em última instância, a estabilidade dos preços e a manutenção do hiato do produto baixo devem seguir como preocupação central da política econômica, uma vez que é a estabilidade econômica que garante o ambiente seguro para o investidor. Mas a esses objetivos devem ser adicionadas outras metas, incluindo a composição do PIB, a evolução dos preços dos ativos da economia e nível de alavancagem do sistema financeiro. O grande desafio é como combinar os inúmeros instrumentos de política monetária e fiscal sem gerar conflito entre eles, para promover o crescimento com estabilidade de preços e equilíbrio fiscal. Se por um lado a política fiscal deixou de ser a grande vilã, por outro ficou bastante claro que ela só poderá atuar dentro de um espaço limitado.

Enquanto isso, apesar de o pior momento da crise financeira ter passado, as economias centrais estão incorrendo em taxas de crescimento medíocres em termos históricos. É o que Summers chama de estagnação secular.<sup>10</sup> Essencialmente, o conceito se refere a um período em que a taxa de poupança excede a taxa de investimento, o que reduz a alta do PIB e coloca um viés de baixa inflação na economia. Para o autor, as políticas monetárias adotadas<sup>11</sup> apresentam limites em relação a sua efetividade, e o papel da política econômica deve ser repensado em termos mais profundos do que atualmente é. Isso deve ser feito levando-se em conta que, para a sustentabilidade da dívida pública e do déficit fiscal, devem ser considerados não apenas as taxas de juros e gastos, mas principalmente o nível de crescimento econômico (que aumenta as receitas públicas) (SUMMERS, 2016, p. 96).

Em uma linha de argumentação semelhante, Onaram (2016) constata que a crise financeira que se iniciou em 2007-2008 está entrando em sua terceira fase, com o risco de tornar ainda menor a taxa de crescimento do produto, que está ligada à estagnação secular<sup>12</sup> e terá consequências como o aumento da já alta financeirização da

---

10. Na verdade, o conceito foi cunhado por Alvin Hansen no final da década de 1930 (SUMMERS, 2016), no entanto foi o economista quem resgatou esse termo na atualidade.

11. O processo de queda da taxa de juros e baixa inflação e crescimento econômico já pode ser considerado uma tendência de longo prazo, de acordo com o autor. No entanto, essa tendência foi intensificada no pós-crise financeira.

12. A autora também argumenta, assim como Summers, que a tendência da estagnação secular é de longo prazo e vem desde que o neoliberalismo passou a se tornar a teoria dominante. Ela argumenta que, entre as principais razões para essa tendência, está o aumento da financeirização, que reduz a propensão a investir, uma vez que privilegia a distribuição de lucros (ONARAN, 2016).

economia, maior desigualdade social, baixa demanda crônica, redução da taxa de crescimento da acumulação do capital e da produtividade, entre outros. Com o setor financeiro forte as empresas de maior porte, notadamente aquelas de capital aberto, pagam não apenas os gastos tradicionais, mas precisam também remunerar seus acionistas. Ou seja, a parcela da receita será reinvestida na empresa acaba sendo constantemente reduzida – nesse sentido, há uma supremacia do curto prazo em detrimento do longo prazo. Essa realidade gera as distorções econômicas acima mencionadas. Para a autora, a rota do crescimento passará necessariamente pelo retorno do investimento público e pelo resgate de uma forte política industrial por parte dos Estados nacionais que reconduzam os níveis salariais de forma a retomar o crescimento da demanda agregada (ONARAN, 2016).

#### 4. Conclusões

A crise financeira mostrou a necessidade de regulamentar o mercado financeiro e de estabelecer novos marcos regulatórios que garantam a estabilidade do sistema econômico. O processo de desregulamentação financeira que perdurou por quase três décadas, aliado ao movimento de abertura financeira pela maior parte dos países, facilitando a mobilidade de capital de modo quase ilimitado, foi decisivo para o crescimento da financeirização mundial. A autorregulação permitiu que o mercado financeiro desenvolvesse produtos sofisticados que apresentavam elevado risco, entrelaçados em uma rede que, caso a inadimplência aumentasse, traria efeitos devastadores para as economias. A crença de que os ativos são vendidos aos seus preços corretos, uma vez que a oferta e a demanda estão equilibradas, não levou em conta a assimetria de informações que, especialmente no mercado financeiro sem regulação, é alta. Mesmo diante dessa evidência, no entanto, as tentativas de regulação encontram barreiras praticamente intransponíveis.

No mesmo sentido, percebe-se também a necessidade da coordenação de políticas econômicas dos países para que estes possam circunscrever as consequências das crises sistêmicas. Conforme apontaram Blanchard *et al.* (2010) em seu relatório de auto-crítica, a crise deixou evidente que a política econômica precisa de mais de um obje-

tivo, não apenas meta de inflação. A vasta gama de instrumentos disponível – fiscal, monetário e financeiro – aos formuladores de política pode ser utilizada para garantir a estabilidade econômica (BLANCHARD *et al.*, 2010, p. 10).

O Novo Consenso não foi capaz de prever nem mesmo minimizar os efeitos da crise. Ainda assim, passado o momento mais crítico, os economistas *mainstream* seguem fiéis às preposições que se mostraram altamente danosas para o cenário econômico. Ou seja, o movimento de crítica aos fundamentos dos modelos do Novo Consenso ainda é bastante limitado.<sup>13</sup> Blanchard *et al.* (2010) argumentam que havia necessidade para atuação de uma política fiscal mais frouxa, ainda que a ideia de os governos aplicarem política monetária mais eficientemente fosse mais bem aceita. Os autores alegam que o ideal seria se os banqueiros centrais tivessem mais espaço para diminuir as taxas de juros. Da forma como foi realizada a conjunção de políticas monetárias e fiscais, a necessidade de reequilíbrio das dívidas públicas e redução do déficit nominal, ainda de acordo com os autores, é grande, ao ponto de eles afirmarem que a principal lição que deve ser aprendida com a crise é que a meta para os níveis de endividamento público deve ser mais baixa. Assim, para os próximos anos deveria haver um ajuste fiscal maior (BLANCHARD *et al.*, 2014, p. 14-15).

No mesmo sentido, as baixas taxas de juros, que diminuíram o custo do dinheiro, geraram uma armadilha da liquidez, o que, segundo Keynes, pode não ser suficiente para estimular o “espírito animal” dos agentes da economia em momentos de recessão. Nesse ponto, as variáveis importantes para a retomada do crescimento são as expectativas e o grau de confiança depositada na probabilidade do retorno do investimento. É exatamente nesse ponto que a política fiscal, por meio dos investimentos do Estado, interpreta um papel protagonista, uma vez que será o vetor que estimulará a demanda agregada e tem potencial para devolver a confiança aos agentes (KEYNES, 1973).

13. Conforme Mrejen (2014, p. 113): “Resumindo todos os argumentos apresentados, talvez fosse possível considerar um triplo efeito da crise sobre a agenda de pesquisa em macroeconomia. Em primeiro lugar, ter colocado em evidência a importância de uma série de temas (principalmente ligados aos mercados financeiros e aos mecanismos de regulação) que não atraíram a atenção necessária das pesquisas antes da crise. Em segundo lugar, a crise revelou a fragilidade dos pressupostos sobre os quais se fundamentam os modelos macroeconômicos dominantes e, por conseguinte, a necessidade de avançar em direção a maiores níveis de complexidade das hipóteses, ainda que isso implique concessões nos níveis de extensão explicativa dos mesmos. Por último, a crise tornou públicas as implicações normativas e éticas que, como em outras ciências sociais, as pesquisas no terreno da economia pressupõem; e, portanto, a necessidade de se repensar alguns aspectos sobre a forma como a profissão de economista é exercida.”

A continuidade das políticas públicas de investimento – que é diferente de aumento de gasto corrente ou injeção de liquidez dos bancos centrais no mercado financeiro, que acaba por ficar empoçado, evitando, evidentemente, uma crise sistêmica do setor financeiro, mas não conseguindo estimular a economia – poderia dar vida mais curta a essa crise que se arrasta por tantos anos nos países desenvolvidos e afeta também os subdesenvolvidos em função do desaquecimento no comércio mundial.

Ou seja, apesar do movimento inicial ter sido de volta aos preceitos de Keynes (o que parecia ser o pêndulo balançando novamente para o lado heterodoxo), a ortodoxia retornou com força nos países desenvolvidos, a ponto de, nos países mais afetados pela crise, estar sendo implantados arrochos fiscais consideráveis. Diante dessa perspectiva, a ideia da estagnação secular não parece tão imaginária.

## Referências

- ABDE, Gesec. *Informativo Econômico Especial Grécia*. Rio de Janeiro: ABDE Info., 2016.
- BBC NEWS. Timeline: *The unfolding eurozone crisis*. 13 jun. 2012. Disponível em: <<http://www.bbc.com/news/business-13856580>>. Acesso em: 15 jun. 2017.
- BLANCHARD, O. *Macroeconomia*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- \_\_\_\_\_; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF, 2010.
- \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Introduction: Rethinking Macro Policy II - Getting Granular. In: ARKELOF, G. et al. *What have we learned? Macroeconomic policy after the crises*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 2014. p. 1-28.
- DE ANTONI, E. Minsky, Keynes, and Financial Instability. *International Journal of Political Economy*. vol. 39, n. 2, p. 10-25, 2010.
- FEDERAL RESERVE (FED). Lecture 3: The Federal Reserve's Response to the Crisis. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/files/bernanke-lecture-three-20120327.pdf>>. Acesso em: 13 maio 2018.
- FEIL, F. Comparação das políticas macroeconômicas e de transferência de renda e do papel do Estado dos governos Fernando Henrique Cardoso e Luiz Inácio Lula da Silva. Dissertação (Mestrado). Porto Alegre: UFRGS, 2014.
- FMI – WORLD ECONOMIC OUTLOOK. *World Economic and Financial Survey. 2016*. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/index.aspx>>. Acesso em: 1<sup>a</sup> jun. 2017.

- G20 INFORMATION CENTER. Declaração dos líderes do G20 em Londres. Disponível em: <<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0402-br.html>>. Acesso em: jan. 2018.
- KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1973.
- LEIJONHUFVUD, A. Out of the corridor: Keynes and the crisis. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, n. 4, p. 741-757, 2009.
- LUCAS JR. R.; SARGENT, T. After keynesian macroeconomics. *Quartely Review*, vol. 3, n. 2, Federal Reserve Bank of Minneapolis, p. 1-16, 1979.
- MANKIWI, G. Recent development in macroeconomics: a very quick refresher course. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 20, n. 3, p. 436-449, ago. 1988..
- MARICHAL, C. *Nova história das grandes crises financeiras*. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2016.
- MREJEN, M. A teoria econômica frente à crise financeira: a revalorização do papel das instituições no pensamento pós-keynesiano como alternativa. *Cadernos do Desenvolvimento*, vol. 9, n. 15, p. 105-121, jul.-dez. 2014.
- ONARAN, Ö. Secular stagnation and progressive economic policy alternatives. *Working Paper n.1609*, Post Keynesian Economics Study Group, p. 1-18, maio 2016.
- ROCHON, L.; ROSSI, S. Has “it” happened again? *International Journal of Political Economy*, vol. 39, n. 2, p. 5-9, 2010.
- ROMER, P. The trouble with macroeconomics. *Commons Memorial Lecture of the Omicron Delta Epsilon Society*, p. 1-25, 2016.
- SARGENT, T. A classical macroeconomic model for the United States. Federal Reserve Bank of Minneapolis. Research Dept. Working Papers, vol. 22, p. 521-551, 1975.
- SUMMERS, L. Secular stagnation and monetary policy. Homer Jones Memorial Lecture delivered at the Federal Reserve. St. Louis: Federal Reserve, p. 93-110, 2016.

Recebido em 22/1/2018 e aprovado em 20/3/2018