

Pandemia do coronavírus e a retomada das políticas monetárias não convencionais nos EUA: algumas considerações à luz da crise financeira de 2007/08 *

Luiz Fernando de Paula **
Paulo Saraiva ***

Resumo

O presente artigo analisa, preliminarmente, as políticas monetárias não convencionais adotadas pelo Federal Reserve, no período de 2020 até março de 2021, para conter os efeitos recessivos da crise de saúde pública mundial causada pela pandemia do coronavírus. Para tanto, como grande parte das medidas monetárias atuais foram adotadas durante a crise financeira de 2007/08, buscou-se fazer um comparativo, bem como um contraponto, em virtude de a origem das duas crises serem diferentes. Na crise do *subprime* ocorreu um contágio do setor financeiro para a economia real, ao passo que na crise atual observa-se o inverso, ou seja, uma queda brusca da demanda e oferta que se propaga para o sistema financeiro. Sustenta-se que o Fed se beneficiou da experiência de políticas monetárias não convencionais implementadas a partir de 2008, com a diferença de que, enquanto tais políticas foram adotadas gradualmente após a crise financeira de 2008, no caso da crise do “coronavírus”, elas foram implantadas imediatamente de modo a se antecipar dos efeitos da crise no setor bancário e no lado real da economia.

Palavras-chave: Políticas monetárias não convencionais, Federal Reserve, Crise do coronavírus.

Abstract

Coronavirus pandemic and the resumption of unconventional monetary policies in the US: some considerations in light of the 2007-08 financial crisis

This article aims at analyzing, preliminary, the unconventional monetary policies adopted by the Federal Reserve from 2020 to March 2021, to contain the recessive effects of the global public health crisis caused by the pandemic of the coronavirus. For this purpose, since most of the current monetary measures were implemented during the 2007/08 financial crisis, a comparative was sought, as well as a counterpoint, given that the origins of the two crises are different. In the subprime crisis there was contagion from the financial sector to the real economy, whereas in the current crisis the reverse occurs, that is, a sharp drop in demand and offer that spreads to the financial system. We support that Fed benefited from the experience of unconventional monetary policies implemented since 2008, with the difference that, while in the first case such policies were gradually adopted after the 2008 financial crisis, in the case of the “coronavirus” crisis, they were implemented immediately to anticipate the effects of the crisis on the banking sector and the real side of the economy.

Keywords: Unconventional monetary policy, Federal Reserve, Coronavirus crisis.

JEL: E43, E52, E58.

1 Introdução

A crise iniciada pela pandemia do coronavírus, no início de 2020, ganhou fortes proporções na área da saúde mundial e se alastrou rapidamente para a atividade econômica, na medida em que a

* Artigo recebido em 15 de junho de 2020 e aprovado em 11 de outubro de 2022. Os autores agradecem as sugestões de dois pareceristas anônimos, isentando-os de erros e omissões remanescentes.

** Professor de Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Rio de Janeiro, RJ, Brasil. E-mail: luizfpaula@terra.com.br. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9770-516X>.

*** Professor de Economia da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro (UFRRJ), Três Rios, RJ, Brasil. E-mail: pjsaraiva@terra.com.br. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3414-7337>.



propagação dos casos de contaminação e óbitos foram crescendo exponencialmente e se alastrando para vários países e continentes. Essa situação exigiu, dentre várias ações dos governos nacionais, medidas de isolamento social, impactando negativamente na oferta e demanda agregada¹ e, conseqüentemente, levando a economia mundial a uma forte recessão. A Organização Mundial da Saúde (OMS) classificou a doença como epidemia em fevereiro de 2020 e em março mudava para a situação de pandemia.

A rápida e aguda desaceleração da economia mundial e norte-americana teve como resposta as ações de política fiscal e monetária que foram anunciadas e implantadas por diversos países, principalmente ao longo do ano de 2020, embora permaneçam ativas em 2021. No caso americano, o Fed rapidamente recuperou boa parte do seu arsenal de políticas monetárias não convencionais (PMNC) adotadas na crise anterior, ao mesmo tempo em que as medidas fiscais ganharam um novo patamar, quando comparado à crise de 2007/08. De fato, o presidente do Fed, Jerome Powell (2020), em sua nota para imprensa, em 29 de abril de 2020, deixou claras as intenções do Fed quanto ao enfrentamento da crise do covid-19: “*We are deploying these lending powers to an unprecedented extent [and] ... will continue to use these powers forcefully, proactively, and aggressively until we are confident that we are solidly on the road to recovery*”.

Os programas da “economia de guerra”, como foram chamadas as ações do governo norte-americano, datam o seu anúncio de março e início de abril de 2020, ou seja, logo no início da crise sanitária. A grande maioria das PMNC foram encerradas ainda no seu primeiro ano de vigência, à exceção das políticas de *quantitative easing* e alguns programas de crédito e liquidez, que se mantiveram em 2021. Ressalta-se que grande parte do arsenal de políticas monetárias utilizadas era amplamente conhecida da crise do *subprime*, ainda que com uma dosagem diferenciada, com destaque para as políticas de crédito, as políticas de quase-débito, as mudanças nas reservas bancárias e as políticas de *swaps* cambiais com outros bancos centrais.

Mesmo com esse poderoso arsenal de PMNC, dados do World Bank (2022) mostraram uma queda de 3,4% na taxa de crescimento do PIB real dos EUA em 2020, uma performance em linha com a média da economia mundial (-3,3%). No que se refere ao mercado de trabalho, a taxa de desemprego alcançou cerca de 14,7% em maio de 2020, fechando o ano com 8,1%, segundo dados do Banco Mundial. Registrou-se ainda que a proporção de 40% dos trabalhadores com renda de até US\$ 40.000 por ano perderam o emprego no início da pandemia².

Nessa perspectiva de recessão mundial e doméstica, o Fed adotou, desde março de 2020, um conjunto extraordinário de ações de PMNC, além de prover crédito às famílias, às empresas de pequeno porte e às grandes corporações, em cooperação com a Secretaria do Tesouro, objetivando responder a queda na demanda e impactos negativos na oferta causados pela crise sanitária do coronavírus. A resposta do banco central ganhou dimensões superiores à crise financeira de 2007/08,

(1) Pelo lado da oferta, os principais impactos são as perdas de postos de trabalho, a queda na produtividade em razão de questões de saúde e os impactos negativos nas cadeias produtivas, dado que ocorrem interrupções na produção de insumos. Já em relação à demanda, as variáveis mais afetadas são o consumo em função da queda, postergamento ou perda de renda, o investimento privado devido às expectativas pessimistas em relação ao cenário futuro e as exportações que são afetadas pela recessão mundial e as mudanças cambiais. Ademais, efeitos secundários de racionamento de crédito e perdas nos mercados de capitais podem dificultar o crédito e o financiamento de curto e longo prazo nos diversos setores da economia.

(2) Report on the Economic Well-Being of U.S. Households in 2019, Featuring Supplemental Data from April 2020.

considerando, em particular, o curto período e rapidez com que as políticas anticíclicas foram implantadas.

Embora o entendimento de que as causas das duas crises sejam distintas, uma vez que a primeira tem a sua origem no colapso do sistema financeiro, particularmente nos mercados de financiamento de *subprime*, e a crise do coronavírus teve sua origem no lado real da economia, como resultado das políticas de saúde pública de confinamento social, no âmbito das políticas monetárias, o Fed se utilizou de instrumentos de PMNC já experimentados, além de novas iniciativas que se moldam às necessidades da crise do covid-19.

Nessa perspectiva, o presente artigo analisa as políticas monetárias não convencionais durante a crise do covid-19, fazendo um contraponto com as PMNC implementadas a partir da crise financeira de 2007/08. As hipóteses sustentadas neste artigo são as seguintes: (i) o Fed se beneficiou da experiência de PMNC implementadas a partir de 2008, com a diferença de que, enquanto tais políticas foram adotadas gradualmente após a crise financeira de 2008, no caso da crise do coronavírus, as mesmas políticas foram adotadas imediatamente de modo a se antecipar dos efeitos da crise no setor bancário e no lado real da economia; (ii) para além das PMNC utilizadas a partir da crise de 2007/08, foi necessária a criação de novos programas para dar suporte às atividades de crédito às famílias e empresas; (iii) a política fiscal teve um protagonismo na crise do coronavírus muito maior do que na crise de 2008, tendo a política monetária não convencional um papel importante, mas complementar.

O artigo está dividido em três seções, além desta introdução. A seção 2 realiza uma breve recapitulação das medidas monetárias adotadas a partir da crise financeira de 2007/08 por parte do Fed. Na sequência, analisa-se, na seção 3, alguns indicadores macroeconômicos e financeiros e discutem-se as medidas adotadas pelo Fed para conter os efeitos da crise do coronavírus na economia norte-americana. Conclui-se o artigo com as considerações acerca dos alcances que estas medidas terão para tendência recessiva em um novo ambiente de crise.

2 Aspectos conceituais e teóricos das políticas monetárias não convencionais adotadas a partir da crise financeira de 2007/08

Durante a crise financeira americana iniciada em 2007, e agudizada a partir de setembro de 2008, observou-se que as políticas monetárias (PM)³, bem como os mecanismos tradicionais de transmissão destas, não funcionam adequadamente para enfrentar a crise. Tal fato deveu-se, entre outros fatores, à excessiva volatilidade na demanda por reservas, pela preferência extremada pela liquidez por parte dos agentes (famílias, firmas e bancos) e pela redução dos empréstimos de liquidez entre as instituições depositárias, assim como a interrupção de crédito em diversos segmentos do mercado financeiro, limitando a capacidade do Fed de controlar a taxa de juros de longo prazo e impedindo a transmissão da PM sobre os demais canais (Cecioni et al., 2012, p. 6). Tal situação foi

(3) Essa política monetária adotada desde meados dos anos 90 mostrou-se ineficaz para combater o problema de liquidez e os efeitos recessivos da crise de 2007/08, exigindo a utilização de uma ampla gama de políticas monetárias não convencionais. Para uma resenha acerca desse tema, ver Saraiva et al. (2019).

agravada, quando a taxa de juros de curto prazo se aproximou do limite inferior igual a zero (*zero bound interest rate*), impedindo cortes adicionais na taxa de juros⁴.

Nesta circunstância, os mecanismos de transmissão via canal de taxa de juros perdem o seu efeito e a autoridade monetária perde a capacidade de reduzir os *spreads* de juros de longo prazo, uma vez que não consegue achatar a estrutura a termo da taxa de juros e o prêmio de risco e, desta forma, o BC reduz a sua capacidade de estimular a demanda agregada e produto. Ademais, os canais de crédito, de câmbio, de preços dos ativos e dos preços relativos deixam de operar via taxa básica, limitando ainda mais a PM⁵. Como alternativa, a adoção de PMNC representa um conjunto de instrumentos de intervenção direta do BC em mercados financeiros específicos, capazes de reverter o círculo vicioso de uma recessão potencial e deflação de ativos (Blinder, 2010, p. 3).

Segundo Borio e Disyatat (2009, p. 7), as PMNC, também denominadas políticas de balanço (*balance sheet policy*), podem ser subdivididas em quatro categorias: i) política de taxa de câmbio; ii) política de gerenciamento de quase débito; iii) política de crédito; e iv) políticas de reservas bancárias. No Quadro 1, apresentam-se as tipologias de políticas de balanço, bem como os principais impactos esperados destas políticas na estrutura do balanço do setor privado.

Quadro 1
Tipologia de políticas de balanço

		Impacto na estrutura do balancete do setor privado		
		Mudança em exposições cambiais líquidas	Mudança na composição e maturidade dos títulos detidos pelo setor público	Mudança no perfil dos títulos do setor privado
Mercado alvo	Taxa de Câmbio	Política de taxa de câmbio		
	Dívida e Títulos públicos		Política de gerenciamento de quase débito	
	Crédito e Títulos Privados			Política de crédito
	Reserva Bancária (Compulsório)	Políticas de reservas bancárias		

Fonte: Borio e Disyatat (2009 p. 7).

(4) Segundo Taylor (2010) e Blinder (2010), o Fed iniciou as políticas não convencionais quando as taxas de juros estavam em 2% a.a em março de 2008. Naquele momento, a economia norte-americana já havia entrado na armadilha da liquidez, muito antes de as taxas chegarem a 0 - 0,25% a.a. O Fed tentou, ao longo do segundo, terceiro e quarto trimestres de 2008, conjuntamente com as políticas de crédito, operar a taxa de juros de curto prazo, bem como a política de sinalização. Entretanto, em outubro, as taxas básicas caem para 1% e são praticamente zeradas em dezembro daquele ano. As PMNC alcançam quase 1,9 trilhão, um salto de 760% em relação a janeiro de 2008. Tal situação, segundo os autores, demonstra que a manipulação da taxa de juros de curto prazo já tinha perdido sua efetividade para afetar a economia e a autoridade monetária utilizava-se de política “não juros” para controlar a política monetária.

(5) Não é objetivo deste artigo explorar o debate em torno da política de sinalização (gestão de expectativas), mas cabe ressaltar que, na crise do *subprime*, esse instrumento não foi capaz de suprir, como suposto por Eggertsson e Woodford (2003), a perda da taxa básica de curto prazo e influenciar as taxas de juros de longo prazo, tornando-se uma política muito controversa. Para uma discussão mais aprofundada sobre o tema, recomenda-se Williams (2011), Bernanke (2012b) e Yellen (2011a) e Clarida (2012).

Pode-se observar no Quadro 1 que cada uma das políticas de balanço do banco central (BC) apresenta uma contrapartida em relação ao balanço do setor privado, sendo as principais características listadas a seguir, utilizando para tanto a referência de Borio e Disyatat (2009):

i. A *política cambial* é operada diretamente no mercado de divisas estrangeiras e representa a intermediação do BC entre o mercado doméstico e o setor externo. Essas medidas buscam melhorar as condições de liquidez doméstica, reduzindo o risco de exposição do setor privado doméstico às variações abruptas na taxa de câmbio. Nesta política, o BC opera no mercado cambial (compra/venda de divisas estrangeiras, contratos de *swap* cambial e ampliação de garantias e contrapartidas), promovendo a diminuição de volatilidade cambial e influenciando o preço da moeda estrangeira, para um dado nível da taxa de juros. Durante o episódio da crise financeira de 2007/08, o Fed promoveu acordos de *swap* cambial, denominados de *Reciprocal Currency Agreements* (RCA), com diversos bancos centrais, de modo a permitir que estas instituições realizassem operações domésticas de câmbio na moeda americana. Ademais, “exchange rate policy has been undertaken in a number of emerging market countries. This was done partly to counter abrupt reversals of capital inflows and the subsequent downward pressure on the exchange rate (for example, Brazil, Hungary and Mexico)” (Borio; Disyatat, 2009, p. 11).

ii. As *políticas de gestão de quase débito* (compra de títulos do governo ou troca de títulos de longo prazo por curto prazo por parte do BC) representam uma intermediação do BC entre o governo e o setor privado. Estas medidas buscam reduzir o prêmio de risco em relação a prazo e liquidez dos títulos públicos em poder do mercado. A sua operacionalização ocorre por meio de compra de títulos públicos, inclusive títulos de agências governamentais, pelo BC, podendo ser financiado por meio de variação da base monetária, ou com recursos das reservas bancárias. Ressalta-se que estes ativos são uma importante referência para o mercado, na medida em que corresponde a uma taxa de *benchmark* (livre de risco) e, deste modo, afeta os custos de financiamento e o preço dos ativos em geral. A efetividade desta política de balanço exige, normalmente, um grande volume de compras para que se tenha um efeito sobre o rendimento destes títulos. Neste contexto, as políticas de quase débito foram introduzidas no final de 2008 nos EUA e buscaram atuar sobre o prêmio de risco e a taxa de juros de longo prazo, almejando a melhoria das condições gerais da economia (produto e emprego). Tais políticas podem ser subdivididas em *Large-Scale Asset Purchase Programs* (LSAP) e *Maturity Extension Program* (MEP). Na primeira, o Fed promoveu operações de compra e venda permanente de títulos no mercado aberto, objetivando apoiar os mercados de crédito, particularmente de hipotecas, e reduzir as taxas de juros de longo prazo (para apoiar a atividade econômica e a recuperação dos empregos), por meio da compra de títulos do Tesouro, de títulos de agências (MBS garantidos pela Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae) e de obrigações de agências (Fannie Mae, Freddie Mac e Federal Home Loan Banks). De modo complementar, o MEP representou a aquisição, pelo FED, de títulos do Tesouro de longo prazo em troca de títulos de curto prazo da carteira de instituições financeiras, de modo similar à operação Twist⁶ da década de 1960.

(6) A “operação twist” foi adotada pelo governo americano (Tesouro e Fed) no período de 1962 a 1964 e representou a ampliação de títulos da dívida pública de curto prazo concomitantemente à redução dos títulos mais longos. Esta operação buscou simultaneamente elevar a taxa de juros de curto prazo, afetando positivamente o balanço de pagamentos, bem como a redução da taxa de juros de longo prazo, tendo um efeito positivo sobre o investimento empresarial (Greenwood; Vayanos, 2010).

iii. A *política de crédito* atua sobre segmentos específicos do mercado financeiro (mercado interbancário e mercado não bancário), alterando a composição do balanço do setor privado, de modo a afetar as condições de financiamento. As operações realizadas pelo BC, que impactam sobre as dívidas privadas e valores mobiliários, alteram o seu balancete e se processa de várias formas, como alterações de colaterais e prazos de maturidade, contraparte em operações monetárias, empréstimos e aquisições de títulos privados. O objetivo principal é reduzir as tensões do mercado interbancário, em particular os prazos e *spread*, bem como melhoria das condições de crédito ao setor não bancário. Ressalta-se que tal política pode gerar efeitos indiretos, na medida em que o mercado em que atua desempenha um papel importante na intermediação financeira. Destaca-se ainda que estas medidas são realizadas diretamente com as instituições financeiras, o que sugere indiretamente melhorias gerais no mercado, em virtude do papel desempenhado por estas instituições. Porém, em mercados específicos, o BC realiza operações de intermediação direta, sem a participação das instituições depositárias, interpondo-se entre investidores e prestatários. As principais medidas adotadas nos EUA foram⁷: *Term Discount Window Program* (TDWP), *Term Auction Facility* (TAF), *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) e *Term Securities Lending Facility* (TSLF), além dos empréstimos indiretos a instituições não depositárias (Bearn Stearns). De modo complementar, o agravamento da crise financeira a partir de setembro de 2008 exigiu que medidas de provisão de liquidez fossem estendidas diretamente a mutuários e emprestadores nos mercados de crédito, sendo os programas listados a seguir implementados do período de 2007 a 2009: *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF), *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF), *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) e *Single-Tranche Term Repurchase Agreements* (OMO).

iv. A *política de reservas bancárias* utiliza o sistema bancário como um canal de transmissão, fixando uma meta para as reservas, independentemente da forma como esta é contrabalançada no ativo do BC, podendo ser em moeda estrangeira ou moeda doméstica. As mudanças no tamanho e composição dos ativos das instituições depositárias poderão impactar sobre os custos, o crédito, os rendimentos e os preços dos demais ativos, dependendo da aversão ao risco destas instituições. Nos EUA, como consequência da crise, uma série de mudanças regulatórias no sistema bancário foram implantadas a partir da regulamentação “D do Federal Reserve”.

Definidos os elementos conceituais das políticas de balanço, a abordagem teórica sobre o tema pode ser subdividida em três grupos. O primeiro enfoca os efeitos da PM sobre o preço de ativos e a substitutibilidade imperfeita no *lado do ativo* do balanço do setor privado, sendo referida como “canal de ajuste de carteira”. A atuação do BC na compra de ativos da carteira do setor privado, normalmente títulos públicos e de agências governamentais, altera a oferta nestes mercados, promovendo uma redistribuição mais equitativa nos rendimentos relativos e no prazo de maturidade destes títulos. As referências teóricas aqui são Tobin (1969), Ando e Modigliani (1963) e Modigliani e Sutch (1966).

(7) Para uma discussão mais aprofundada dessas políticas, ver Saraiva et al. (2017).

A segunda vertente enfatiza a substitutibilidade imperfeita no *lado do passivo* do balanço do setor privado, sendo normalmente este referido na discussão do “canal de crédito”. Nestas operações, o BC supre diretamente a demanda por empréstimos, além de oferecer condições mais atraentes (taxa de juros e prazo), objetivando a melhora nas condições de financiamento do mercado, induzindo o aumento do crédito e a melhoria nos preços de ativos. Os principais autores são Bernanke e Blinder (1989) e Bernanke e Gertler (1995).

Embora os canais de transmissão do lado do ativo e passivo sejam, respectivamente, a referência para as políticas de gestão de quase débito e de crédito, estes dois apresentam forte interação. A compra e troca de ativos (títulos do governo) em grande escala, além do aceite destes como garantia para empréstimos pelo BC, operam como uma melhora nas condições de liquidez do mercado, ao tornar mais líquida a carteira das instituições financeiras. De modo complementar, as operações de empréstimos do BC, que absorvem os títulos mais arriscados da carteira dos bancos, reduzem a necessidade de essas instituições venderem esses ativos em condições desfavoráveis (preço em queda) para cobrir as exigências de capital. Segundo Borio e Disyatat (2009, p. 14), “[t]he combination of stronger balance sheets, higher collateral values and higher net worth, may help loosen credit constraints, lower external finance premia and revive private sector intermediation”.

Ressalta-se que, em relação ao amplo conjunto de políticas monetárias convencionais e PMNC adotadas durante a crise financeira de 2007/08 e na grande recessão que a seguiu, emergiram elogios e críticas em relação à efetividade e adequação dessas medidas. A sustentação deste debate surgiu de questões teóricas e ideológicas, mas principalmente é amparada pelos estudos empíricos. Segundo Bernanke (2012a; 2012b), pode-se observar que as políticas de crédito, apesar de críticas em relação a sua efetividade, apresentam um maior consenso em torno dos seus efeitos positivos sobre as condições de liquidez e redução do *spread* em mercados mais amplos, bem como em mercados específicos. Contudo, esta não é a observação sobre as políticas de quase débito, cujos impactos e magnitude, embora efetivos, são alvo de maiores questionamentos. Dessa forma, observa-se que o amplo conjunto de PMNC contribui para reversão da tendência de recessão prolongada e deflação da economia americana, conforme evidenciado por diversos estudos⁸.

As políticas fiscais, por sua vez, tiveram um papel secundário em relação as PM. Segundo dados de Furman (2018), o montante total de recursos direcionados pelo Tesouro norte-americano alcançou, no período de 2008 a 201,2 o montante de US\$ 1,5 trilhões. Segundo o autor: “*The stimulus was 54 percent tax cuts, 19 percent individual transfers, 11 percent state and local fiscal relief and 16 percent public investment – with nearly all of that public investment coming in the Recovery Act.*” (Furman, 2018, p. 2).

Já o conjunto de políticas de crédito e quase débito implantadas pelo Fed, nos EUA, no período de 2007/2014, alcançaram um montante bastante significativo. Em relação às políticas de crédito, o montante alcançou aproximadamente US\$ 1,9 trilhões de dólares em dezembro de 2008, ao passo que as operações com os títulos do governo, MBS e de agências governamentais adquiridos pelo Fed ultrapassaram os US\$ 4,2 trilhões em dezembro de 2014. Tal situação promoveu uma ampliação, sem precedente, da base monetária, que saltou de pouco mais de US\$ 859 bilhões, em

(8) Para uma resenha acerca da efetividade dos programas e seus impactos na economia americana, ver Saraiva et al. (2017). Estudos mais recentes podem ser obtidos em: <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/index.htm>.

janeiro de 2007, para cerca de US\$ 4,5 trilhões em dezembro de 2014. Ademais, nos dois primeiros anos da crise, observou-se dificuldades de liquidez em diversas instituições financeiras, dada a paralisação do mercado interbancário, dificuldades nos mercados monetários e nas negociações de *commercial paper*, dentre outros títulos, prevalecendo nos anos de 2007 a 2009 as políticas de crédito. Na medida em que o mercado financeiro foi se recuperando, gradativamente, intensificaram-se as medidas de *quantitative easing*, que, além de reforçarem os programas de liquidez, atuaram para a retomada do produto e do emprego, injetando trilhões de dólares na economia americana.

3 Políticas de combate à recessão causada pelo coronavírus

Nesta seção são apresentados os indicadores macroeconômicos e financeiros, referentes às duas crises – crise financeira de 2007-8 e crise do coronavírus, de modo a permitir, ainda que de forma mais geral, uma comparação entre elas. Importante destacar que qualquer comparação entre as duas crises deve ser vista com reserva, dada a natureza muito distinta entre as duas: a primeira, uma ampla crise financeira, que acabou gerando uma grande recessão que perdurou por um tempo maior; a segunda, uma crise sanitária com efeitos diretos e imediatos sobre a economia real (mais agudo do que na crise financeira de 2007-2008) e indiretos sobre o sistema financeiro, no qual a retomada da atividade econômica dependeria, em parte, do próprio controle da situação sanitária, o que já viria a acontecer em 2021.

Ademais são apresentadas as políticas monetárias convencionais e não convencionais que foram adotadas na recente crise, destacando as instalações existentes, bem como aquelas criadas especificamente para lidar com os choques de oferta e demanda.

3.1 Indicadores macroeconômicos e financeiros das crises

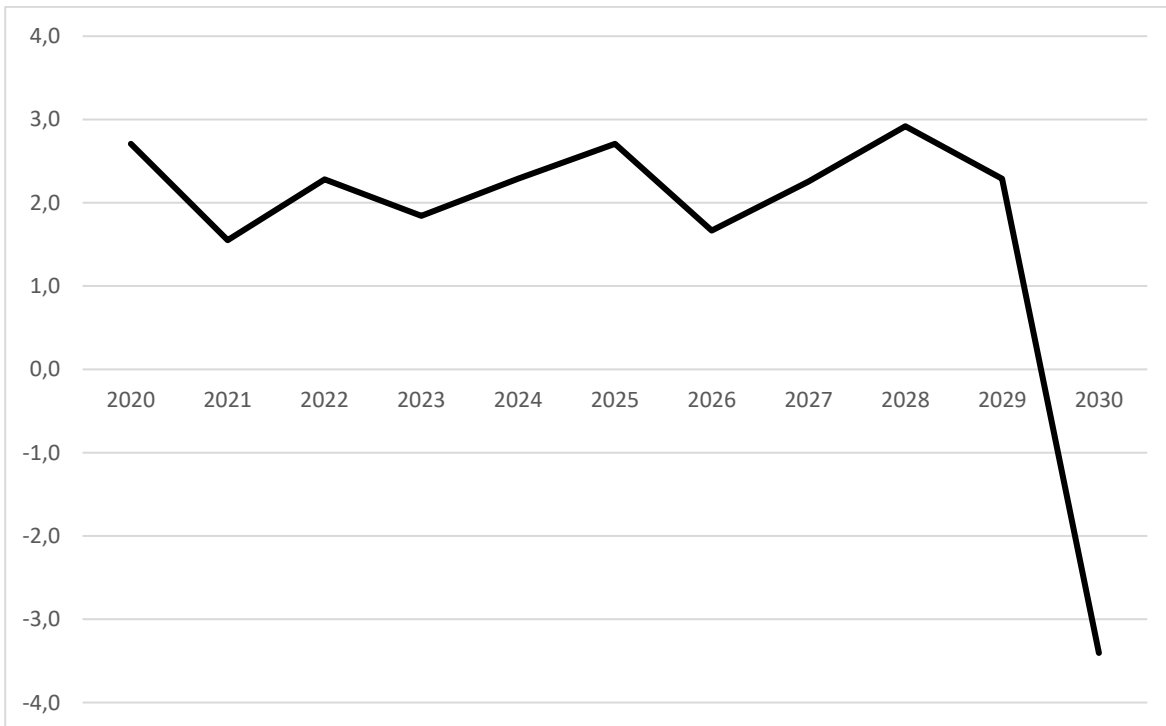
Comparando a crise financeira de 2008 e a grande recessão que a seguiu com a crise do covid-19, observa-se um quadro econômico bastante distinto, sendo no primeiro caso uma queda aguda no PIB e desemprego, mas menor e mais prolongada do que na crise do covid-19, o que expressa tanto a natureza diversa das duas crises quanto a resposta dada pelo governo norte-americano nas duas situações.

No caso da crise financeira de 2008, observa-se uma desaceleração acentuada no crescimento do PIB real em 2008 (0,0%) e 2009 (-2,5%), vindo a se recuperar apenas a partir de 2010. Embora o declínio na produção industrial nos EUA nos 15 meses a partir de abril de 2008 tenha sido quase tão acentuado quanto na crise de 1929, a queda no primeiro caso se reverteu parcialmente a partir de então, em função das políticas fiscal e monetária anticíclicas adotadas, que evitaram a repetição de uma depressão no país (Einchengreen; O'Rourke, 2010), resultando no que ficou conhecido como Grande Recessão (*Great Recession*).

Já no caso de crise do covid-19, o distanciamento social, como uma das principais estratégias de combate a pandemia do coronavírus, gerou impactos na economia norte-americana: enquanto a média de crescimento do PIB foi de aproximadamente de 2,5% ao ano ao longo do período de 2013 a 2019, a crise sanitária promoveu uma queda acentuada em diversos setores da economia, levando o

PIB a uma fortíssima retração de -3,4% no ano de 2020, em linha com a desaceleração média da economia mundial (-3,3%), mas uma performance melhor do que a maioria das economias avançadas, como Zona do Euro (-6,4%), Japão (-4,5%) e Reino Unido (-9,3%), conforme dados do World Bank (2022). Contudo, com o avanço da vacinação nos EUA e a rápida retomada das atividades econômicas, o crescimento do PIB para 2021 foi de 5,7% (The World Bank, 2023).

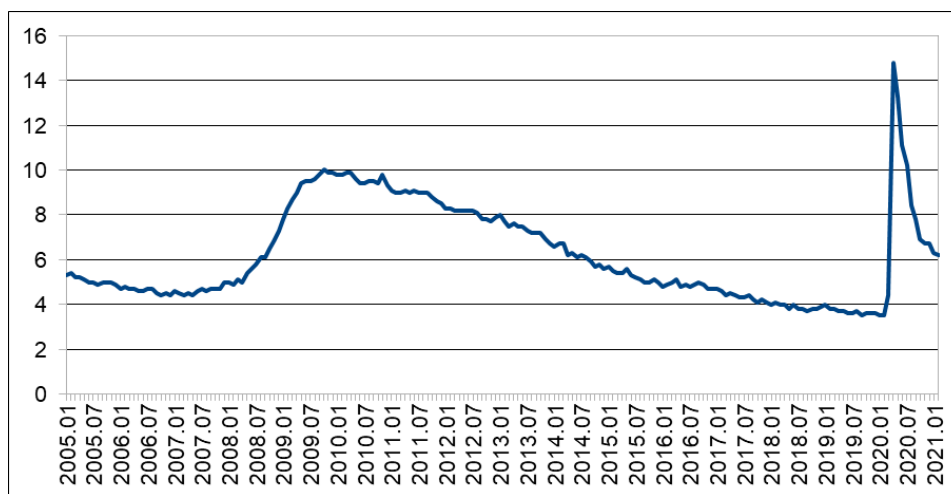
Gráfico 1
PIB real da economia dos EUA 2000-2020 (em %)



Fonte: World Bank (2022).

Um segundo e importante indicador para avaliar os efeitos da crise na economia real é a taxa de desemprego: esta aumentou de 5,0%, em abril de 2008, para 9,9% em dezembro de 2009, vindo a declinar gradualmente desde então; já na crise do coronavírus apresentou um salto brusco de 4,4% em março para 14,7%, em abril de 2020, vindo a reduzir significativamente ao longo dos meses subsequentes, alcançando 6,2% em fevereiro de 2021, conforme Gráfico 2. Contribuíram para essa rápida redução as políticas anticíclicas adotadas para o governo, como veremos a seguir, algumas voltadas tanto para atenuar a queda da renda dos trabalhadores como para preservação do emprego. Esses valores só são inferiores aos observados na Grande Depressão da década de 30 do século passado e superam a crise do *subprime*, cujas taxas não ultrapassaram valores acima de 10%. As perdas de postos de trabalho superaram os 22 milhões de empregos em abril de 2020.

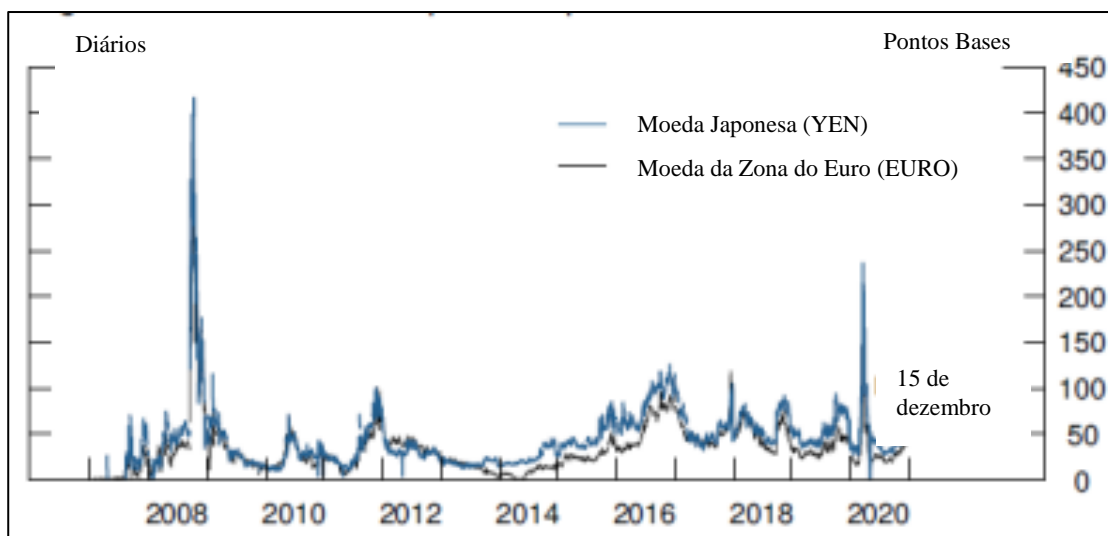
Gráfico 2
Taxa de desemprego da economia dos EUA no período de 2005 a janeiro de 2021 (em %)



Fonte: U.S. Bureau of Labor Statistics, Mar. 2021.

Como resultado dos choques de oferta e demanda e seus impactos na produção e emprego, observou-se o efeito contágio para o sistema financeiro de forma diversa ao registrado na crise do *subprime*. A elevação da demanda por divisas em dólares tornou o mercado cambial um dos primeiros afetados em ambas as crises, particularmente pela forte presença de instituições financeiras estrangeiras que operam no mercado norte-americano. No caso da crise de 2008 observa-se uma elevação do *spread* de *swap* cambial do dólar em relação às principais moedas (euro, yen etc.) ao longo de 2008, até alcançar um pico em função da crise do contágio de Lehman Brothers; já na crise do covid-19, o efeito foi imediato, ao longo do mês de março de 2020, conforme Gráfico 3.

Gráfico 3
FX swap basis spreads (3-month)



Fonte: Clarida et al. (2021). Obs.: Ajustes e traduções no gráfico foram feitos pelos autores.

Como esperado, o mercado de títulos corporativos também foi afetado pelas crises, gerando uma forte elevação dos *spreads* desses títulos em relação aos títulos do Tesouro de 10 anos, considerado de risco zero. No Gráfico 4 vemos os títulos privados *high-yield* e *triple-B* com vencimento para 10 anos em comparação aos títulos do Tesouro norte-americano para o mesmo prazo. Na crise de 2008, dada a natureza de uma forte crise financeira sistêmica que atingiu o sistema financeiro norte-americano como um todo, com rápido contágio no mundo, a elevação no *spread* foi muito acentuada a partir da crise de Lehman Brothers. O mesmo acontece na crise da pandemia do coronavírus, mas com volatilidade e duração bem menor, resultado em parte da própria bateria de instrumentos monetários não convencionais adotados pelo Fed, como será visto na sequência.

Gráfico 4
Corporate bonds spreads to 10-years Treasury (janeiro de 2006 até fevereiro de 2022)



Fonte: FRED: Economic Date, Sept. 2022.

No que se refere a Bolsa de Valores, ao se analisar o índice S&P 500, observa-se um comportamento diferenciado entre as duas crises: na primeira, houve uma acentuada queda de cerca de 50% em 10 meses, de junho de 2008 a março de 2009, com uma gradual e sustentada recuperação a partir de então; no caso da crise do covid-19, a queda foi muito mais abrupta, de 35% em apenas um mês a partir de 21 de janeiro de 2020, crescendo acentuadamente a partir daí, com uma valorização de 75% em apenas um ano (Gráfico 5). Isso parece indicar uma certa confiança na recuperação da economia norte-americana, como resultado tanto das medidas anticíclicas adotadas, inclusive a política monetária convencional e não convencional, quanto da normalização das atividades produtivas na economia.

Gráfico 5
S&P 500 – janeiro de 2005 a março de 2021

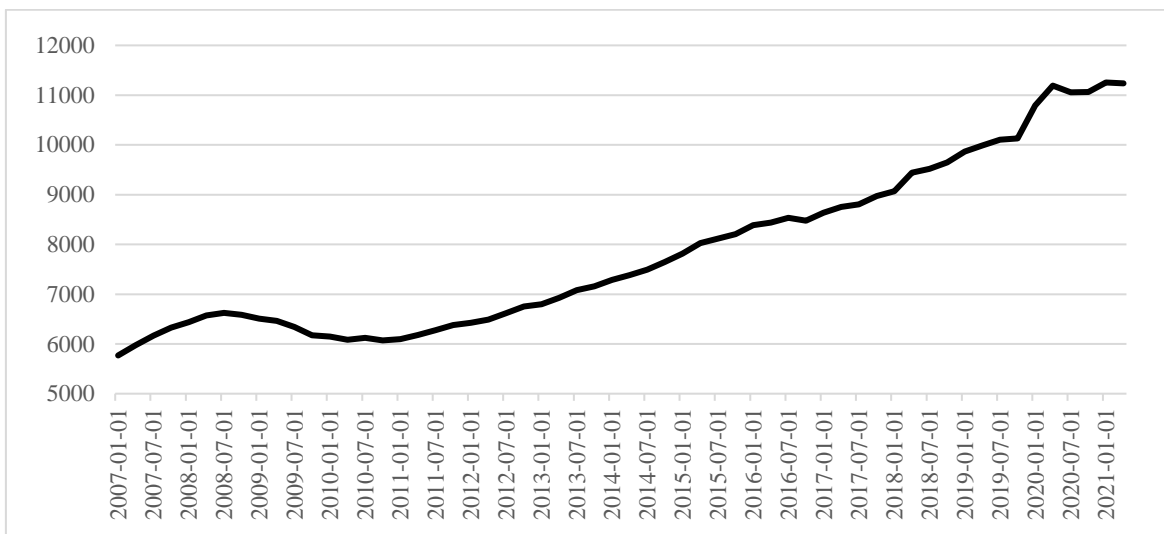


Fonte: Nasdaq, Mar. 2021.

Por fim, no que se refere ao volume de crédito corporativo (inclui crédito bancário e títulos de dívida), em termos agregados (Gráfico 5), o padrão de comportamento é bem diferenciado entre as duas crises: na crise financeira de 2008 observa-se uma gradual e relativamente longa redução no volume de crédito corporativo de setembro de 2008 a abril de 2010, passando a um gradual e sustentado aumento a partir daí; já no caso da crise do covid-19, verifica-se um aumento no total de crédito (que já vinha ocorrendo desde o início de 2020), seguido de uma estagnação a partir de abril de 2020, o que parece indicar primeiro um efeito imediato das medidas voltadas a estimular a oferta de crédito bancário que, via de regra, é mais suscetível aos movimentos do ciclo econômico. Já os títulos corporativos dependem das condições de mercado, precificações e nível de aversão ao risco⁹. Contudo, observa-se uma tendência de recuperação lenta a partir de então.

(9) As medidas do Fed e do Tesouro, portanto, atuaram em duas frentes com operações bem distintas: estimulando o crédito corporativo (PPP e *Main Street Lending Program*) e estimulando o mercado de dívidas securitizadas por meio da compra de títulos (TALF, PMCF, SMCF, entre outros).

Gráfico 6
Crédito corporativo para empresas não financeiras* – janeiro de 2017 a abril de 2021 (US\$ bilhões)



Obs.: (*) inclui empréstimos e títulos de dívida.

Fonte: FRED Economic Data (2021).

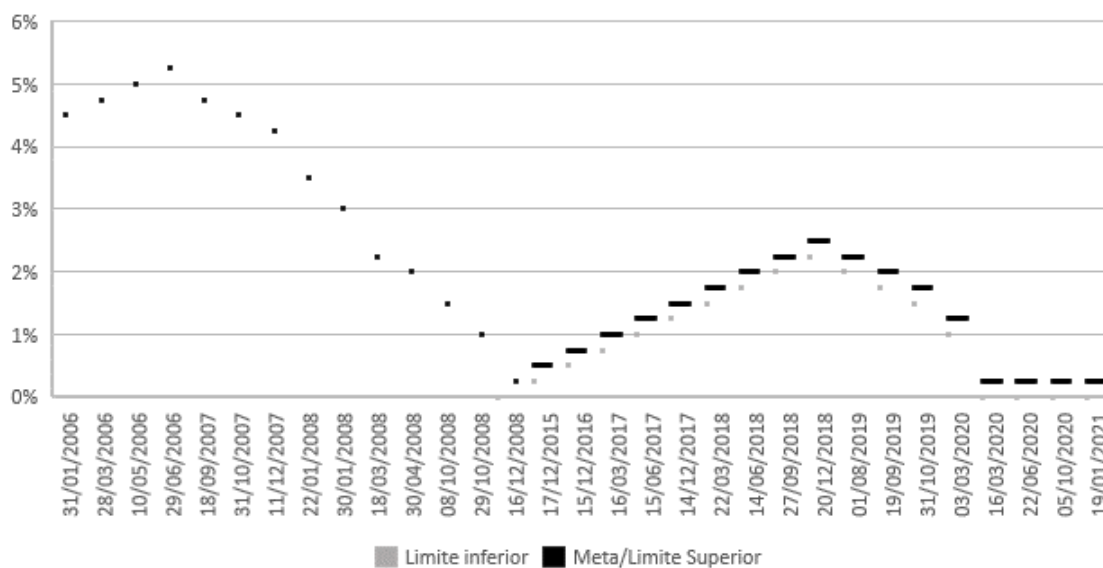
Finalizando esta seção, podemos concluir que os efeitos da crise do covid-19, em geral, foram bem mais imediatos e agudos do que a crise financeira de 2008, dada a própria natureza da crise sanitária e seus efeitos sobre a economia, e seguidos de uma recuperação mais rápida e acentuada nos indicadores econômicos e financeiros. Ainda que venha a merecer um estudo econométrico mais acurado para mensurar os efeitos das políticas anticíclicas adotadas, é bem provável que o conjunto de medidas implementadas desde o início para enfrentamento dos efeitos econômicos da crise sanitária – política monetária convencional e não convencional e política fiscal fortemente ativa – contribuiu de forma importante para atenuar os seus efeitos. Analisamos as políticas monetárias convencionais e não convencionais na próxima seção.

3.2 Políticas monetárias convencionais e não convencionais implementadas durante a crise do covid-19

As políticas monetárias que vêm sendo adotadas para conter os efeitos recessivos da pandemia podem ser subdivididas em dois grupos: as políticas convencionais e as não convencionais. Em relação ao primeiro grupo, tem-se que as intervenções no interbancário realizadas pelo Fed reportam de setembro de 2019, quando as operações de “repo” tiveram as taxas de juros dos empréstimos *overnight* descoladas da meta de taxa de juros de curto prazo. Nesse período, o BC americano anunciou a compra mensal de títulos do Tesouro, a partir de outubro, no montante de US\$ 50 bilhões até meados de 2020, como forma de prover liquidez e conseqüentemente levar a uma convergência das taxas de juros. Contudo, essa situação se tornou um elemento de maior preocupação para a autoridade monetária na medida em que a pandemia do coronavírus se alastrava pelo mundo, aumentando os registros de contágio e número de óbitos nos EUA a partir do início de março de 2020.

Em meados de março de 2020, o Fed passou a adotar um amplo conjunto de políticas de combate aos impactos do coronavírus. Inicialmente promoveu a redução da taxa básica de juros (*Fed funds*) em 50 pontos bases no dia 3/3 e, no dia 16/3, reduziu em mais 100 pontos bases, alcançando a faixa de 0,0% a 0,25% a.a., redução que encontra paralelo na realizada em novembro de 2008, conforme Gráfico 7¹⁰. Com a taxa retornando a zero, observou-se o fim do ciclo de gestão da política monetária convencional, na qual o BC conduz a economia por meio da taxa juros, fato este que vinha ocorrendo desde o final do ano de 2015, após a recuperação da crise financeira de 2007/08 e que perdurou pouco mais de quatro anos. Nesse novo contexto de crise sanitária, o Fed perdeu, novamente, o seu principal instrumento de política monetária, ou seja, a taxa de juros básica de curto prazo.

Gráfico 7
Meta e limites superiores e inferiores* da taxa de juros do Fed Funds para o período de 31 de janeiro de 2006 a 19 de janeiro de 2021



(*) Desde a crise financeira de 2007/08, o Fed passou a adotar um limite inferior e um superior para a taxa básica de juros. Tal mudança ocorreu em 16 de dezembro de 2008 e perdura até o período atual.

Fonte: Elaboração dos autores com base em dados do Board of Governors of the Fed (2021).

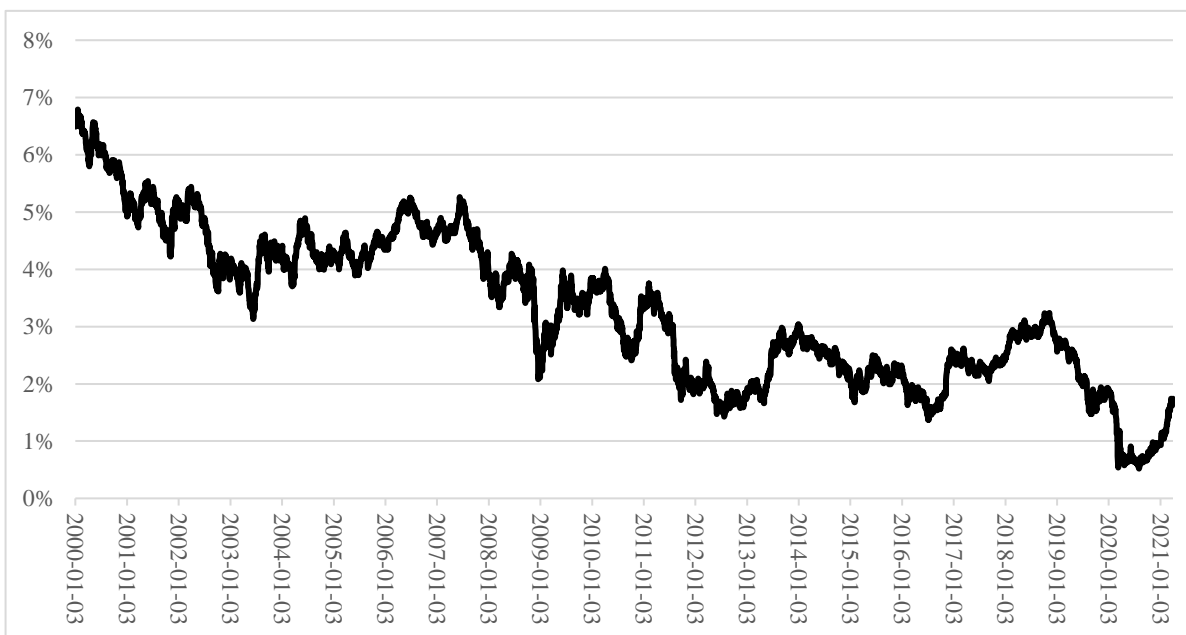
De forma associada à política de redução da taxa de juros, além de uma medida convencional do arcabouço da PM, o Fed – ao final de março de 2020 – anunciou o fim do compulsório bancário sobre depósitos à vista¹¹, bem como a instituição do pagamento da remuneração de 0,1% a.a. sobre

(10) Cabe destacar que, na crise do *subprime*, a queda da taxa básica de juros ocorre de forma gradual. Do início de setembro de 2008, quando o mercado interbancário e outros entram em colapso até o *zero bound*, três meses transcorreram. Já na atual crise, observou-se que, da piora nos indicadores de saúde pública até o *zero bound*, a reação do Fed foi de apenas 13 dias, tendo patamares iniciais de taxa de juros muito similares.

(11) “Effective for the reserve maintenance period beginning March 26, 2020, the 10 percent required reserve ratio against net transaction deposits above the low reserve tranche level was reduced to 0 percent, the 3 percent required reserve ratio against net transaction deposits in the low reserve tranche was reduced to 0 percent. The action reduced required reserves by an estimated \$200 billion”. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>. Acesso em: 11 abr. 2020.

as reservas obrigatórias¹² e voluntárias. Ademais, reduziu-se a taxa de redesconto para 0,25%, uma queda de 150 pontos base. Tais medidas, assim como observadas na crise do *subprime*, tiveram o objetivo de apoiar, conjuntamente com outras medidas, a liquidez de mercado e reduzir as taxas de longo prazo. No Gráfico 8 observa-se a queda abrupta da taxa de juro do título do Tesouro norte-americano, inclusive com maturidade mais longa, como o título com vencimento para 10 anos, a partir de março de 2020, e que perdura até o início de 2021.

Gráfico 8
U.S. Treasury Securities at 10-Year Constant Maturity
de janeiro de 2000 a 31 de março de 2021



Fonte: Elaboração dos autores com base em dados do Board of Governors of the Fed (2021).

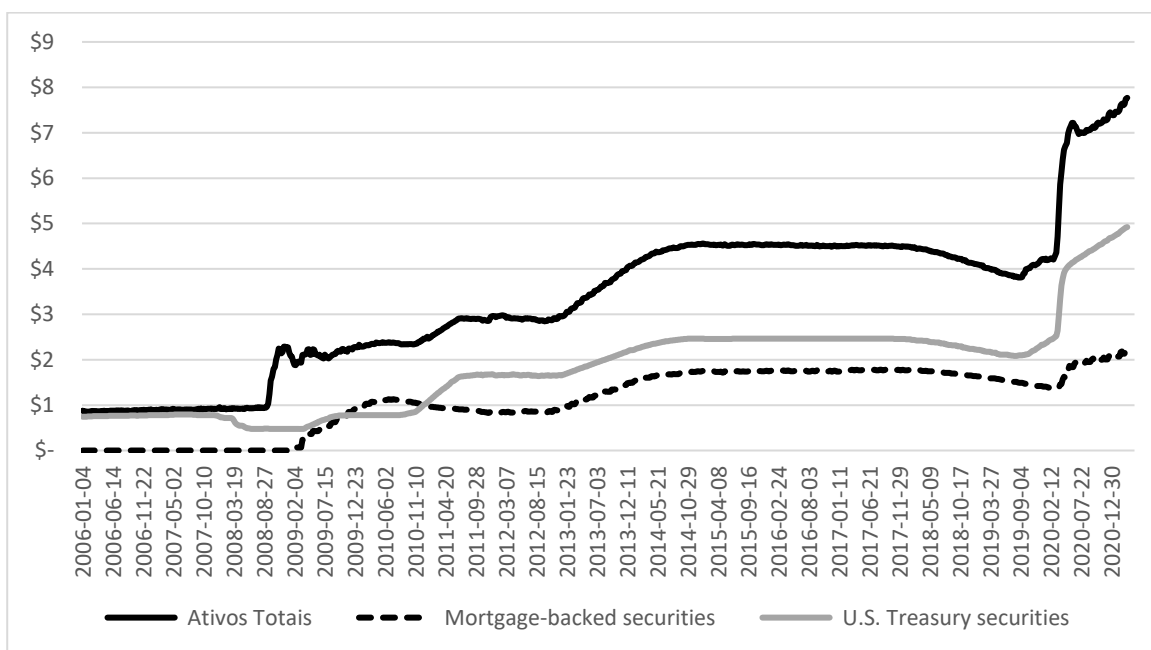
No campo das PMNC, uma das primeiras ações do Fed foi a *política de quase débito*. O *quantitative easing (QE)* foi uma das principais medidas de condução da PM para alterar as taxas de juros mais longas e prover uma queda na curva a termo da taxa de juros. Ademais, contribuiu para aumentar a liquidez do sistema como um todo (instituições bancárias e não bancárias). De fato, ao comprar títulos do Tesouro (U.S. *Treasury bonds*) e títulos hipotecários (*Mortgage-backed securities* – MBS), o Fed injetou liquidez no sistema financeiro, de modo que instituições deficitárias possam honrar seus compromissos *overnight*, num contexto em que os agentes superavitários ou não querem atuar ou cobram juros proibitivos. Nessa perspectiva, no seu comunicado do dia 15 de março de 2020¹³, o Fed anunciou a compra nos meses seguintes de US\$ 500 bilhões em títulos do Tesouro norte-americano e mais US\$ 200 bilhões em títulos de hipotecários (MBS).

(12) “The Federal Reserve Act authorizes the Board to impose reserve requirements on transaction accounts, nonpersonal time deposits, and Eurocurrency liabilities”. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>. Acesso em: 11 abr. 2020.

(13) Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315a.htm>. Acesso em: abr. 2020.

Em 23 de março de 2020, o *Federal Open Market Committee* (FOMC) modificou sua visão sobre as compras de ativos, retirando o teto anteriormente previsto¹⁴. Deste modo, ao longo do ano de 2020 e até março de 2021, a compra de títulos do Tesouro e MBS tiveram um aumento de pouco mais de US\$ 2,4 trilhões, para o primeiro, ao passo que as MBS foram de aproximadamente US\$ 862 bilhões, ampliando para US\$ 7,1 trilhões a carteira de títulos detidos pelo Fed. Tais medidas contribuíram para que o total de ativos do banco saltasse de US\$ 4,2 trilhões, ao final de janeiro de 2020, para US\$ 7,77 trilhões em março de 2020, conforme o Gráfico 9. Ressalta-se que, de modo diferente do ocorrido na crise anterior, o montante de recursos ocorreu em um período curto (um ano), sendo que o total de compras alcançou US\$ 3,3 trilhões, o que representa cerca de 95% do total de QE ao longo de 2008 a 2014 (US\$3,45 trilhões).

Gráfico 9
Ativos totais, títulos garantidos de hipoteca e do Tesouro no balancete do FED
janeiro de 2006 a março de 2021 (em trilhões US\$)



Fonte: Elaboração dos autores com base em dados do *Board of Governors of the Fed*, 2021.

Em termos de política de crédito, a primeira medida foi a reintrodução do *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF). Cabe ressaltar que, na crise de 2008, esse instrumento de apoio, conjuntamente com outros programas¹⁵, objetivaram retomar, reduzir juros e alongar a maturidade do

(14) De acordo com comunicado do Fed, de 23 de abril de 2020: “*The Federal Reserve will continue to purchase Treasury securities and agency mortgage-backed securities in the amounts needed to support smooth market functioning and effective transmission of monetary policy to broader financial conditions.*” (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323a.htm>).

(15) Programas direcionados ao sistema financeiro não bancário. Ressalta-se que estes não estavam até então sob o guarda-chuva da autoridade monetária e das suas linhas de liquidez e de empréstimos. As principais medidas foram adotadas na época e, na atual crise, são: *Money Market Fund Liquidity Facility* (AMLF), *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF) e *Asset Backed Securities Loan Facility* (TALF).

mercado de *commercial paper*, cujo tamanho estimado foi de US\$ 1,2 trilhões, fundamental para o financiamento de pequenas e médias empresas. Da mesma forma que naquela época, essa política visa garantir que as empresas possam obter recursos para pagar a folha de pagamento e obrigações financeiras, uma vez que o mercado de crédito se encontrava paralisado. Ademais, tal programa tem como uma das principais propostas garantir a liquidez aos papéis negociados nesse mercado, reforçando o mercado secundário. O valor destinado para este programa foi de US\$ 12,5 bilhões, sendo que o prazo previsto para conclusão do programa seria 31 de março de 2021.

Uma segunda política de crédito, resgatada da crise anterior, é a *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF). Em períodos “normais”, as operações de “mercado aberto”, realizadas pelo Fed, são executadas com o apoio dos *dealers* primários que desempenham um papel importante na transmissão da PM. Nos períodos de exceção, esses agentes exercem um papel ainda mais importante, na medida em que financiam com esses recursos do PDCF participantes do interbancário, bem como promovem, de um modo geral, a melhoria no funcionamento do mercado de crédito. Este programa é similar ao redesconto, facilitando as operações de *overnight*, apoiando indiretamente os mercados de crédito de empresas não financeiras e famílias, pois fornecem liquidez aos emprestadores. Dessa forma, o Fed ofereceu empréstimos aos *dealers* primários pelo prazo de até 90 dias à taxa de juros *overnight*. Um aspecto relevante em comparação ao programa adotado entre 2008 e 2010 é que os empréstimos ocorriam de um dia para o outro. O montante de recursos estimados pelo Fed de Nova York (FRNY), responsável pela operacionalização dessa linha, segundo relatório¹⁶ de 14 de abril de 2020, equivalia a US\$ 33,4 bilhões. O prazo para finalização dessa linha foi proposto para 31 de março de 2021.

A preocupação do Fed com *Money Market Mutual Funds* (MMMFs) refere-se ao fato de que estes fundos mútuos de mercado monetário (*investment pools*), cujos principais investidores são famílias e empresas pequenas, caracterizam-se por alta liquidez, com características de “quase moeda”. De modo a evitar a quebra destes fundos, pois não têm acesso a “janela de redesconto” das instituições depositárias e nem ao amplo conjunto de políticas de crédito que vem sendo implantadas (por exemplo, PDCF, redesconto etc.), o Fed lançou um programa em 18 de março de 2020 para auxiliar a demanda por resgate dos investidores de modo a minimizar as perdas e impedir a paralisação deste importante mercado, sendo o montante total de cerca de US\$ 53 bilhões. Trata-se de uma operação conjunta com a Secretaria do Tesouro, que desembolsou cerca de US\$ 10 bilhões, o que representa 20% do total do programa. Ressalta-se que esse instrumento é similar ao *Asset Backed Paper Money Market Fund Liquidity Facility Comercial* (AMLF) adotado em 2008.

Objetivando reforçar o crédito ao consumidor e das empresas, o Fed e a Secretaria do Tesouro relançaram, em 23 de março, o *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF). Este programa, permite a emissão de *asset-backed securities* (ABS), desde que a classificação seja AAA. Contudo, esta medida, similar à adotada na crise do *subprime*, esteve lastreada desta vez em um dos seguintes ativos: *backed by student loans, auto loans, credit card loans, loans guaranteed by the Small Business Administration (SBA), and certain other assets*¹⁷. O montante total de desembolso previsto inicialmente para esta instalação foi de US\$ 100 bilhões, sendo US\$ 10 bilhões investidos pela Secretaria do Tesouro.

(16) <https://www.federalreserve.gov/publications/files/pdcf-mmlf-and-cpff-4-24-20.pdf>.

(17) <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/talf.htm>.

O *Primary Market Corporate Credit Facility* (PMCCF), por sua vez, é uma nova política de crédito, especialmente desenvolvida para a crise do covid-19 e direcionada para apoiar a emissão de títulos no mercado primário de empresas não financeiras com alto grau de investimento. Inicialmente desenvolvido para um período de quatro anos, atua conjuntamente com a *Secondary Market Corporate Credit Facility* (SMCCF) para prover, nesse segundo caso, liquidez ao mercado secundário dos títulos corporativos, inclusive em bolsa de valores mobiliários. Conjuntamente, os dois programas, que foram propostos em 23 de março de 2020, representam um volume de recursos do Fed e da Secretaria do Tesouro que somam US\$ 750 bilhões.

O *Paycheck Protection Program Liquidity Facility* (PPPLF), lançado em 9 de abril de 2020, foi construído para reforçar a eficácia do *Paycheck Protection Program* (PPP), através do fornecimento de liquidez às instituições financeiras participantes. Ressalta-se que a instalação principal, o PPP, não é um programa desenvolvido pelo Fed, mas administrado pelo *Small Business Administration*¹⁸ (SBA), que recebeu, por meio da Lei de *Care Act*, US\$ 376 bilhões do Tesouro. O principal objetivo do programa é apoiar pequenas empresas e trabalhadores, e foi particularmente desenvolvido para garantir a manutenção dos postos de trabalho, por meio de empréstimos a prazo. Ressaltam-se ainda duas extensões do programa, em abril e dezembro de 2020.

Um novo instrumento, criado em 9 de abril de 2020 pelo Fed, foi o *Municipal Liquidity Facility* (MLF), que representou um suporte para os governos estaduais, condados com mais de 500 mil habitantes e cidades com mais de 250 mil de moradores. Para esses, o Fed, com apoio do Tesouro, disponibilizou recursos para apoiar o fluxo de caixa, além de ações para empresas e famílias. No total, foram disponibilizados até US\$ 500 bilhões para este programa, que tem como colateral *Eligible Notes*, podendo incluir a antecipação de impostos, receitas e títulos com prazo de vencimento igual ou inferior a 24 meses.

Já o *Main Street Lending Program* (MSLP), proposto no anúncio de 9 de abril de 2020, atuou no reforço de empresas de pequeno e médio porte¹⁹ que se encontravam em boa situação financeira antes da crise do coronavírus. Nessa instalação, o crédito ocorria diretamente com FED e foi administrado pelo FED de Boston. Essas empresas passaram a ter acesso a empréstimos com prazo de quatro anos e início do pagamento do principal e dos juros com carência de até um ano. O valor de recursos destinados a este programa foi de US\$ 600 bilhões. Ressalta-se que duas linhas de financiamento foram definidas: o *Main Street New Loan Facility* (MSNLF) e o *Main Street Expanded Loan Facility* (MSELF): no primeiro caso, os credores podiam solicitar novos empréstimos, ao passo que, no segundo, se tratava de ampliações de empréstimos já existentes.

Na Tabela 1 apresentam-se os montantes financeiros destinados a cada um dos programas apresentados, em US\$ bilhões. Uma observação se torna necessária em relação à tabela, dado que, para as instalações CPFF, MMMF, TALF, MLF, MSLP e PMCCF/SMCCF, os valores US\$ 10 bilhões, US\$ 10 bilhões, US\$ 10 bilhões, US\$ 35 bilhões, US\$ 75 bilhões e US\$ 5 bilhões, respectivamente, são oriundos do Tesouro e referentes aos diversos programas fiscais aprovados pelo governo, embora administrados e executados pelo Fed. Destaca-se que o montante de recursos refere-

(18) A SBA é uma agência de fomento do governo federal dos EUA, criada em 1953, que foi adaptada para implementar a assistência federal a pequenas empresas norte-americanas.

(19) Empresas que empregam até 10.000 trabalhadores ou com receita inferior a US\$ 2,5 bilhões.

se ao orçamento aprovado inicialmente, embora os valores tenham sofrido significativa alteração ao longo dos meses de 2020. Ademais, algumas políticas não apresentavam metas pré-estabelecidas de desembolso, tais como as operações de redesconto e empréstimos às instituições bancárias (*Primary credit*), o *Central Bank Liquidity Swaps* e o *FIMA Repo Facility*.

Tabela 1
Políticas de crédito revistas pelo Fed – até março de 2021 (em bilhões de US\$)

	Estoque máximo executado	Recursos do Tesouro Nacional
TALF	\$ 4,10	\$ 10,00
PDCF	\$ 37,30	N/A
MMML	\$ 54,10	\$ 10,00
CPFF	\$ 4,20	\$ 10,00
PMCCF + SMCCF	\$ 14,10	\$ 75,00
MLF	\$ 6,40	\$ 35,00
PPPLF	\$ 70,90	NA
MSLP	\$ 16,60	\$ 75,00
	\$ 208,00	\$ 215,00

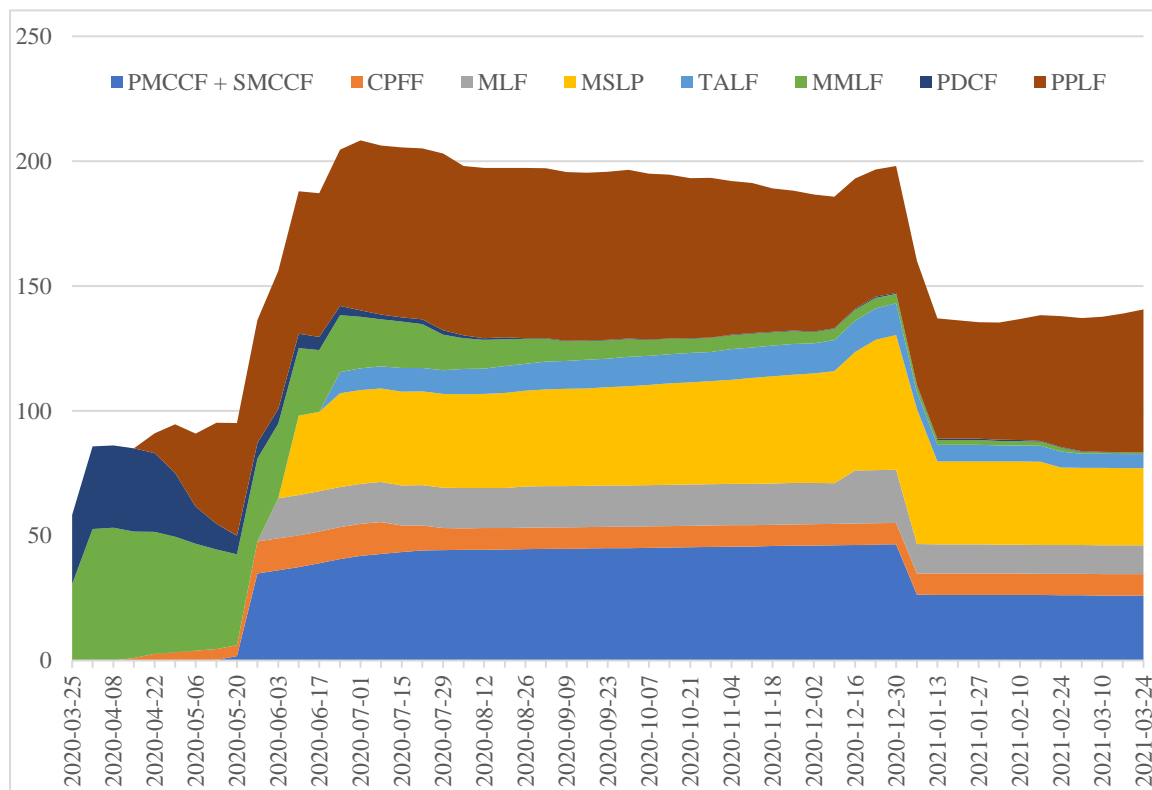
Fonte: Elaboração dos autores com base em dados do Committee for Responsible Federal Budget, 2021. Obs.: Não se aplica (N/A).

A Tabela 1 e o Gráfico 10 mostram o montante dos valores relativos às políticas de crédito, revistas ao longo do ano de 2020, e executadas pelo Fed até o mês de março de 2021²⁰, além dos recursos do Departamento do Tesouro transferidos à autoridade monetária. Cabe destacar que os valores executados foram bem inferiores ao montante previsto inicialmente para as políticas de crédito, indicando que estas instalações tiveram uma demanda menor do que o estimado inicialmente pelo Fed, principalmente quando analisadas em relação às políticas de *quantitative easing* e fiscais. São expressivas, em termos de valores desembolsados, as operações do *Paycheck Protection Program Liquidity Facility* que dão suporte ao PPP e, conseqüentemente, aos empréstimos para a manutenção dos empregos e operação das pequenas e médias empresas, além das operações direcionadas aos mercados monetários (MMML) e de liquidez/redesconto aos *dealers* primários. Destaca-se, ainda, o MSLP, cujo valor superou os US\$ 16 bilhões, e PMCCF e SMCCF, com US\$ 14,3 bilhões.

(20) <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/>.

Gráfico 10

Políticas de crédito – março de 2020 a março de 2021 (em US\$ bilhões)



Fonte: Elaboração dos autores com base em dados do Board of Governors of the Fed (2021).

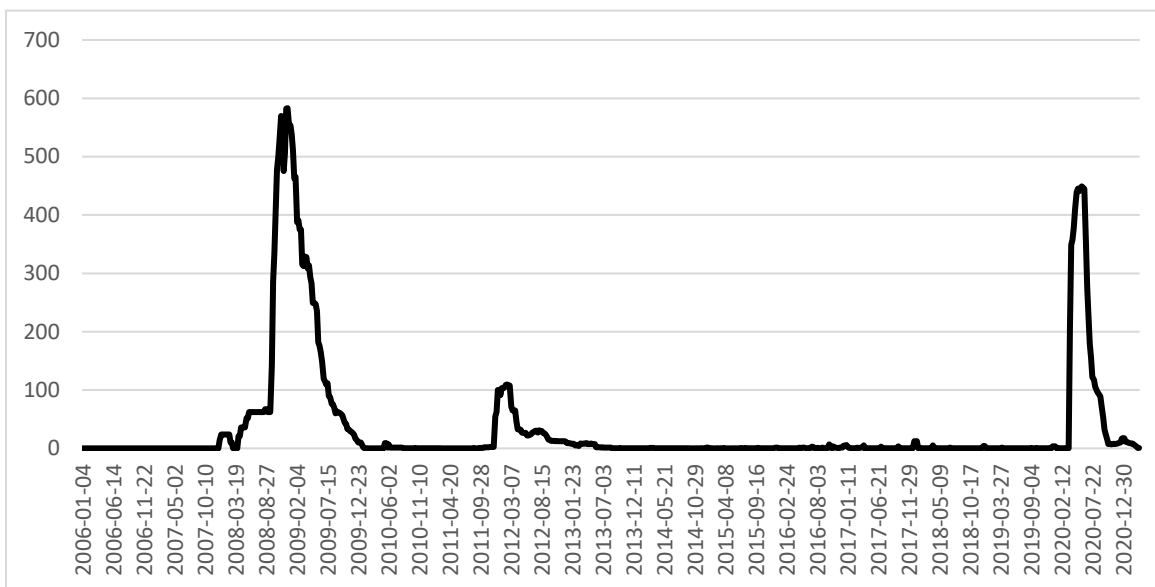
Assim como em 2008, quando o Fed, por meio do *Reciprocal Currency Agreements* (RCA), estabeleceu contratos com outros bancos centrais objetivando o bom funcionamento dos mercados financeiros e a liquidez da moeda norte-americana na economia mundial, nesta crise, dois programas foram lançados nesse intuito. O *Central Bank Liquidity Swaps*²¹ abrangiu acordos permanentes e temporários com bancos centrais e objetivam fornecer linhas de *swaps* cambiais em dólares americanos para garantir liquidez internacional. O segundo, denominado de *Temporary Foreign and International Monetary Authorities* (FIMA) *Repo Facility*, correspondia a um programa de recompra temporária para os bancos centrais que detêm contas no Federal Reserve Bank of New York, permitindo a troca dos títulos (U.S. Treasury) por moeda. Esses programas foram propostos em 15 e 31 de março de 2020, respectivamente. De acordo com os fatores que refletem o balanço do FED (H41)²², os acordos de contratos de *swaps* cambiais cresceram de US\$ 18 bilhões, no final de

(21) “The Federal Reserve has standing swap arrangements with the Bank of Canada, the Bank of England, the European Central Bank, the Bank of Japan, and the Swiss National Bank. On March 19, 2020, it added temporary swap arrangements with the Reserve Bank of Australia, the Banco Central do Brasil, Danmarks Nationalbank (Denmark), the Bank of Korea, the Banco de Mexico, the Reserve Bank of New Zealand, the Norges Bank (Norway), the Monetary Authority of Singapore, and the Sveriges Riksbank (Sweden) to be in place for at least six months; these additions represent countries with which it established lines during the global financial crisis of 2008, which were allowed to expire after that crisis subsided”. Fonte: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/swap-lines-faqs.htm>.

(22) <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/20200528/>.

fevereiro, para US\$ 448 bilhões em maio de 2020, mas alcançando níveis menores do que em 2008-2009 (ver Gráfico 11).

Gráfico 11
Central Bank Liquidity Swaps (em US\$ bilhões)



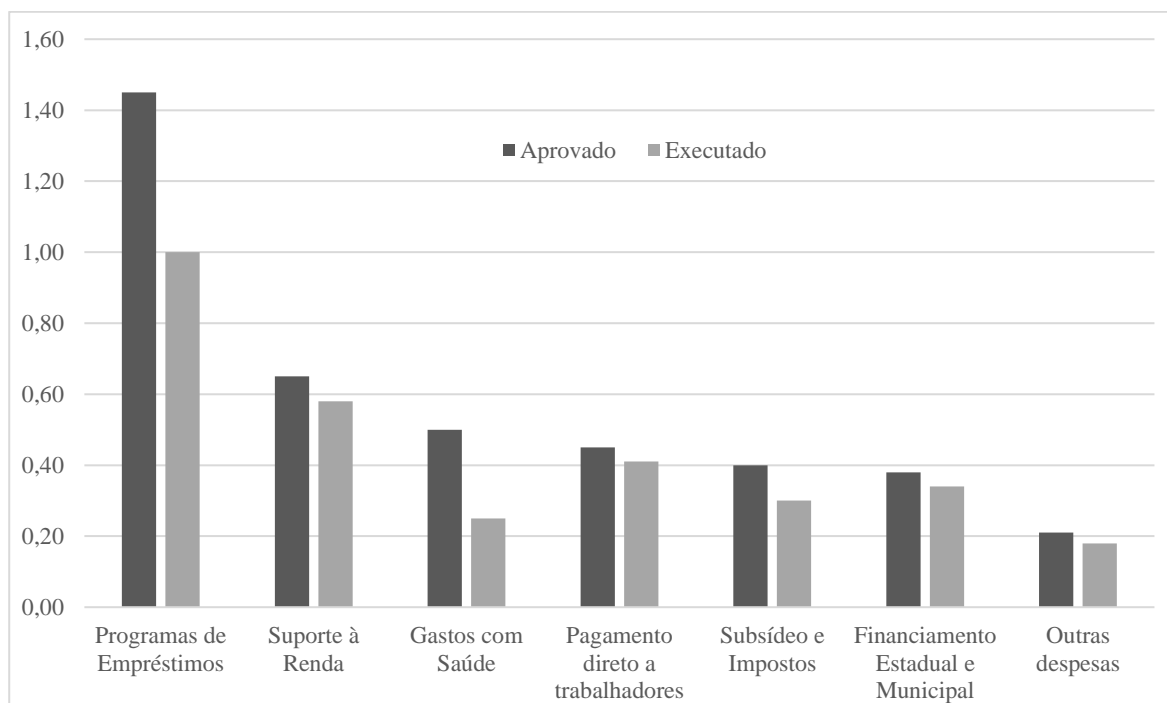
Finalmente, no Gráfico 12, são apresentados os percentuais das áreas de destino dos recursos aprovados pelo congresso norte-americano referentes aos quatro programas de combate à pandemia²³: *Coronavirus Preparedness & Response Supplemental Appropriations Act (CPRSAA)*, *Families First Coronavirus Response Act (FFCRA)*, *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) e Act*, and *the Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act (PPPHCEA)*. Estes, aprovados ao longo dos meses de março a dezembro de 2020, focam o apoio financeiro às famílias, preservação de emprego na indústria, pequenos negócios, ações na área da saúde, assistência aos governos estaduais e locais.

Essas medidas de política fiscal, além de atuarem em diversas ações conjuntamente com as PM, apresentam iniciativas específicas que, dado o escopo do artigo, não são objeto de detalhamento. Contudo, cabe ressaltar, até mesmo para efeito de comparação com as PMNC, que o volume total aprovado pelo congresso norte-americano alcançou o montante de US\$ 3,9 trilhões²⁴ em 2020. Esse valor representa um impacto de aproximadamente 19% do PIB norte-americano em relação ao ano de 2019.

(23) Não foi computado os US\$ 1,9 trilhão do *American Rescue Plan Act*, aprovado em março de 2021, dado que foge ao escopo temporal de análise do artigo.

(24) O valor inclui 0,45 bilhões em capitalização para os programas de empréstimo do Fed na Lei “CARES”. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200513a.htm>.

Gráfico 12
Políticas fiscais de combate ao coronavírus (em trilhões de U\$S)



Fonte: Elaboração dos autores com base em dados do CRFB (2021).

Considerações finais

As causas primárias das duas crises – crise financeira de 2007/08 e crise do coronavírus – permitem entender, em parte, as políticas econômicas adotadas nos EUA para enfrentamento da crise, bem como nas suas interseções. No caso da crise de 2007/08, a origem estava no setor financeiro e, inevitavelmente, afetaria a economia real, como de fato ocorreu. Tal situação exigiu uma maior atuação da autoridade monetária, que buscou minimizar este contágio por meio de uma gama de programas de liquidez, num primeiro momento, e, a partir de 2009-10, com políticas de *quantitative easing* para mitigar os impactos da crise no emprego e na renda, dado que o governo norte-americano foi obrigado pelo congresso a reduzir paulatinamente os estímulos fiscais.

Já a crise sanitária do covid-19 impactou conjuntamente a oferta e a demanda agregada da economia. Como consequência, políticas de manutenção da renda foram implantadas na área fiscal, ao mesmo tempo em que a PM buscou suportar e destravar o contágio imediato no setor financeiro. Tal fato se deve aos mercados de créditos e de capitais retraírem rapidamente, dificultando o financiamento e refinanciamento da atividade produtiva. Deste modo, trata-se de uma crise que começou pelo lado real da economia, mas com impactos sobre o lado financeiro, dada a dificuldade de as empresas saldarem suas dívidas contraídas em um contexto de queda abrupta de suas receitas, que poderia, no limite, levar a uma crise de insolvência.

Nessa perspectiva, os valores dos programas apresentados pelo Fed como alternativa para o enfrentamento à recessão causada pela crise do coronavírus podem ser divididos em dois grupos.

Conforme abordado neste artigo, várias das ações implantadas foram utilizadas na crise de 2007/08, ou seja, a crise do coronavírus se beneficiou do aprendizado das políticas anticíclicas adotadas na crise anterior. Contudo, dadas as diferentes causas e impactos na economia de cada uma das crises, a CPFF, a MMMF e a TALF são bem menos expressivas do que as outras medidas, assim como a PDCF e as versões atualizadas da RCA. Desta forma, as medidas de liquidez, tão importantes na crise financeira de 2007/08 por conta da natureza de uma crise essencialmente financeira, dão lugar a ações de crédito e gasto para o setor não financeiro. Ademais, sobressaíram as políticas de *quantitative easing*, sendo estas responsáveis pela execução de US\$ 3,3 trilhões, o que equivale a 95% do montante total de compras no período de 2008 a 2014.

Importante registrar que o conjunto de políticas monetárias não convencionais, à exceção das medidas de afrouxamento quantitativo, tiveram uma queda significativa entre a previsão inicial de gastos e o montante executado. Nesse ponto, fica evidente que a crise do coronavírus requereu um montante menor de políticas de crédito em relação à crise de 2007/08 e a grande recessão que a seguiu, embora centradas nas novas instalações. Dessa forma, o montante de recursos disponibilizados foi de aproximadamente US\$ 2,44 trilhões, enquanto a execução não ultrapassou os US\$ 210 bilhões de recursos do Fed. As novas iniciativas durante a crise do coronavírus foram fortemente centradas em medidas que objetivam apoiar a captação de recursos das corporações não financeiras nos mercados de capitais (primários), bem como o funcionamento dos mercados secundários, como no caso da PMCCF e SMCCF. Ademais, pequenas e médias empresas foram focalizadas, assim como a manutenção dos empregos por meio de medidas que financiam crédito e compra de títulos, como PPPLF e MSLP. Acrescente-se que as ações de PM, de modo bem diferente do que realizadas em 2007/08, se combinam com as ações de política fiscais. Estas passam a ocupar um papel muito mais importante do que na crise de 2007/2008, como pode ser visto pelo montante de US\$ 5,96 trilhões aprovados pelo congresso norte-americano para enfrentamento da crise do coronavírus, tendo sido executado cerca de US\$ 3,41 trilhões.

Os impactos econômicos imediatos da crise do covid-19, como visto, em termos de emprego e renda nos EUA, foram bem maiores do que os observados na crise financeira de 2007/08. Como visto, os efeitos da crise do covid-19 foram bem mais imediatos e agudos do que a crise financeira de 2008, dada a própria natureza da crise sanitária e seus efeitos sobre a economia. O conjunto de medidas implementadas desde o início para enfrentamento dos efeitos econômicos da crise sanitária – política monetária convencional e não convencional e política fiscal fortemente ativas – contribuiu de forma importante para atenuar os seus efeitos sobre a economia norte-americana, com acentuada redução da taxa de desemprego a partir do segundo semestre de 2020.

O governo Biden, iniciado em 2021, está propondo um plano econômico ambicioso para os EUA, conhecido como Plano Biden, voltado não só para recuperação do emprego e da renda das famílias (*American Jobs Plan* e *American Families Act*) – se aprovados pelo congresso norte-americano, preveem despesas de US\$ 4 trilhões ao longo de dez anos –, como também para realização de investimentos em infraestrutura, incluindo o capital humano, e ligados à mudança climática, em particular no que se refere a transição de novas fontes de energia. Trata-se não só de um programa de recuperação econômica para economia norte-americana, mas de um conjunto de políticas estruturantes voltado para uma mudança estrutural na economia dos EUA, tendo em vista os desafios

colocados pela ascensão da economia chinesa. A análise de tais iniciativas, entretanto, extrapola os objetivos deste artigo.

Referências bibliográficas

ANDO, A.; MODIGLIANI, F. The “life cycle” hypothesis of saving: aggregate implications and tests”. *American Economic Review*, v. 53, n. 1, p. 55-84, 1963.

BERNANKE B. *Some reflections on the crisis and the policy response*. The Century Foundation Conference on “Rethinking Finance”. New York, Apr. 13, 2012a.

BERNANKE, B. *Monetary policy since the onset of the crisis*. The Federal Reserve Bank the Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, Aug. 31, 2012b.

BERNANKE, B.; BLINDER, A. Credit, money and aggregate demand. *American Economic Review*, v. 78, n. 2, p. 435-439, 1989.

BERNANKE, B.; GERTLER, M. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, p. 27-48, 1995.

BLINDER, A. Quantitative easing: entrance and exit strategies. *CEPS Working Paper*, n. 204, Mar. 2010.

BORIO, C.; DISYATAT, P. Unconventional monetary policies: monetary and economic. *BIS Working Papers*, n. 292, Nov. 2009.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Monetary policy*. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/default.htm>. Acesso em: mar. 2021.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Economic research & data*. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>. Acesso em: mar. 2021.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *News & events*. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases.htm>. Acesso em: mar. 2021.

CECIONI, M.; FERRERO G.; SECCHI, A. Unconventional monetary policy in theory and in practice. Bank of Italy. *Economic Outlook and Monetary Policy Research Department*, n. 102, Sept. 2011.

CHENG, J.; POWELL, T.; SKIDMORE, D.; WESSEL, D. *What’s the Fed doing in response to the COVID-19 crisis? What more could it do?* Jan. 25, 2021. Disponível em: <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19/>.

CLARIDA, R. What has – and has not – been learned about monetary policy in a low inflation environment? A review of the 2000s. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 44, n. 1, p. 123-140, 2012.

CLARIDA, R. H., BURCU, D.-B.; CHIARA, S. The COVID19 crisis and the Federal Reserve’s policy response. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021. (Finance and Economics Discussion Series, n. 035). <https://doi.org/10.17016/FEDS.2021.035>.

COMMITTEE FOR RESPONSIBLE FEDERAL BUDGET. Disponível em <https://www.covidmoneytracker.org>. Acesso em: mar. 2021

EGGERSTSSON, G.; WOODFORD, M. *The zero bound on interest rates and optimal monetary policy*. *Brookings Papers on Economic Activity*, v. 34, p. 139-211, 2003.

EICHEENGREEN, B.; O'ROURKE, K. What do the new data tell us? VOXEU/CPR. Disponível em: <https://voxeu.org/article/tale-two-depressions-what-do-new-data-tell-us-february-2010-update#jun09>. Acesso em: 30 out. 2021.

FRED Economic Data (2021). Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/TCMILBSNNCB>. Acesso em: 29 set. 2021.

FURMAN, J. *The fiscal response to the Great Recession: steps taken, paths reject, and lessons for next time*. Responding to the global financial crisis what we did and why we did it. Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings. Preliminary discussion draft, Sept. 11-12, 2018.

GREENWOOD, R.; VAYANOS, D. Price pressure in the government bond market. *American Economic Review*, v. 100, p. 2, p. 585-590, 2010.

MODIGLIANI, F.; SUTCH, R. Innovations in interest-rate policy. *American Economic Review*, v. 56, n. 1, p. 178-197, 1966.

POWELL, J. Transcript of Chair Powell's Press Conference, Apr. 29. 2020. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20200429.pdf>. Acesso em: 29 set. 2021.

SARAIVA, P. J.; PAULA, L. F.; MODENESI, A. M. Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais. *Economia e Sociedade*, v. 26, n. 1, p. 1-44, 2017.

SARAIVA, P. J.; PAULA, L. F.; MODENESI, A. M. Da grande moderação a grande recessão: algumas considerações acerca da construção e revisão do novo consenso macroeconômico a partir da crise de 2007-2008. *Geosul*, v. 34, n. 70, p. 261-285, 2019.

TAYLOR, J. Does the crisis experience call for a new paradigm in monetary policy? *CASE Network Studies and Analyses*, CASE-Center for Social and Economic Research, n. 402, 2010.

TOBIN, J. A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money Credit, and Banking*, v. 1, n. 1, p. 15-29, 1969.

WILLIAMS, J. *Unconventional monetary policy: lessons from the past three years*. Presentation to the Swiss National Bank Research Conference Zurich, Sept. 23, 2011.

YELLEN, J. *Unconventional monetary policy and central bank communications*. University of Chicago Booth School of Business US Monetary Policy Forum, New York, Feb. 2011.

UNITED STATES CONGRESS. Disponível em: <https://www.congress.gov/bill/116th-congress/senate-bill/3548/text>. Acesso em: abr. 2020.

U. S. BUREAU OF LABOR STATISTICS. Disponível em: <https://www.bls.gov/eag/eag.us.htm>. Acesso em: abr. 2021.

U. S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. Disponível em: <https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/>. Acesso em: abr. 2021.

WORLD BANK. Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>. Acesso em: set. 2022.