

TCC/UNICAMP
B542s
1290004361/IE

Política monetária - Estados Unidos



1290004361

TCC/UNICAMP
B542s
IE

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE

INSTITUTO DE ECONOMIA

CEDOC - IE - UNICAMP

Vinícius de Araujo Bisogni

O Saber Convencional Diante dos Fatos: A Política Monetária dos EUA Antes e Depois da Crise de 2007

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Campinas, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Rogério Pereira de Andrade

CEDOC - IE - UNICAMP

Campinas

Dezembro

2009

Resumo: Através do levantamento da política monetária adotada pelos Estados Unidos da América buscaremos analisar como a mesma, carregada pelo que se chama de “discurso convencional”, passa a ter cada vez menos ação prática em momentos de crise. Abriu-se, a partir disto, margem para discussão sobre qual seria o peso de políticas consideradas heterodoxas à medida que a crise econômica mundial se desenvolve durante os últimos anos. O período a ser estudado compreenderá os mais recentes mandatos do ex-presidente do *Federal Reserve*, Alan Greenspan, assim como o primeiro mandato do atual, Ben Bernanke, já que o momento se caracteriza como transitório para a pujança do sistema financeiro mundial e seu conseqüente enfraquecimento. Assim, analisaremos com maior clareza a série de medidas estipuladas por parte das autoridades monetárias do país, desde o momento em que se desencadeiam os problemas iniciados no mercado de crédito imobiliário *subprime* até a desaceleração recente da economia mundial.

Palavras-chave: *subprime* – política monetária – discurso convencional – *Federal Reserve*.

Sumário

Introdução.....	1
Capítulo 1.....	3
A Crise do Mercado Hipotecário nos EUA.....	3
Capítulo 2.....	11
A Atuação do FED no Período de 2004-2009: Os Discursos Oficiais Antes e Depois da Crise.....	11
2.1. Eficácia da Política Monetária.....	11
2.2. Incipiência da Bolha de Preços Imobiliários.....	12
2.2.1. Transferência de Risco e a “Ilusão” da Estabilidade Financeira.....	13
2.2.2. Valorização no Mercado Imobiliário e Aumento das Dívidas no Setor.....	14
2.3. Fragilidades do Sistema Financeiro Norte-Americano.....	15
2.4. As Preocupações do Pré-Crise.....	16
2.4.1. Inadimplência do Mercado Subprime.....	16
2.4.2. O “Tumulto Financeiro” do Último Trimestre de 2007.....	18
2.5. 2008: A Deflagração da Crise.....	19
2.5.1 Os Bancos Centrais e a Necessidade de Posturas Alinhadas	19
2.6. Políticas do FED na Crise Financeira.....	21
2.6.1. Política Monetária.....	21
2.6.2. Interações entre a Política Monetária e a Política Fiscal.....	22
Capítulo 3.....	24
O “Saber Convencional” Diante dos Fatos: O FED na Crise de 2007-2008.....	24
3.1 A Evolução da Taxa de Juros, nos EUA, no Período de 2004 ao 1º Trimestre de 2009.....	24
3.2. A Política Monetária do Período Greenspan (2004-2005).....	26
3.2.1. Princípios e Estratégias do FED e o “Novo Consenso” de Política Monetária.....	27
3.2.2. A Adoção das Taxas “Reais” e “Neutras” de Juros.....	28
3.2.3. A Economia Americana nos Últimos Anos da Gestão Greenspan (2004-2005)	29
3.3. A Política Monetária do Período Bernanke (2006-2009).....	31
3.3.1. Bernanke e o Momento Pré-Crise (2006-2007).....	31
3.3.2. A Crise Instaurada e seus Desfechos (2008-2009).....	33
3.4. O Conflito entre o “Saber Convencional” e as Políticas de Resgate à Economia Norte-Americana.....	35
3.5. Desfechos da Crise: Algumas Lições sobre a Liberalização Financeira e Ausência de “Governo Forte”	37
3.5.1. Políticas no Curto e Longo-Prazo.....	37
Conclusão.....	39
Referências Bibliográficas.....	43

Introdução

A economia mundial passou em 2008 por uma crise originária do mercado financeiro e esta gerou severos impactos na economia real, incluindo o comércio internacional de manufaturados, commodities e serviços. O início da crise atual pode ser traçado a partir de julho de 2007, com a desconfiança em relação a uma possível crise de liquidez causada pelo mercado de crédito imobiliário dos EUA. No início, havia elevada incerteza sobre quais seriam as possíveis consequências para o resto da economia, além de discutir-se a possibilidade de contágio e a capacidade de outros países, especialmente os países em desenvolvimento, em não serem afetados pelos problemas nos EUA. A esperança era que a crise afetasse somente os mercados financeiros e não se alastrasse para a economia real.

Em setembro de 2008, porém, essas esperanças revelaram-se frustradas devido às dificuldades enfrentadas pelas maiores empresas de hipoteca dos EUA (Fannie Mae e Freddie Mac), além da falência do quarto maior banco de investimentos americano (Lehman Brothers), levando a crise a entrar em sua fase mais aguda. As quedas no mercado de ações reduziram as taxas de crescimento econômico, trouxeram volatilidade no mercado cambial e diminuíram a demanda e o consumo, levando a quedas na produção industrial, no comércio internacional e nos fluxos de investimento (UNCTAD, 2009).

Desde o ápice da crise, o Banco Central americano (Federal Reserve), junto do governo, Tesouro e outras entidades públicas com poder de ação para momentos de desestabilização, passaram a agir de uma maneira singular. Ao contrário do que era pregado por essas instituições sobre a liberdade dos mercados em se regularem sozinhos, sem a intervenção do Estado (ou a mínima possível), o período mostrou a eficiência das políticas centralizadas e alinhadas entre as diferentes esferas de ação (seja, política, fiscal ou monetária).

Sendo assim, objetivo deste trabalho consiste em analisar a condução da política monetária, por parte das autoridades oficiais, no período anterior e posterior à crise, a fim de analisar se, de fato, houve ou não uma mudança de conduta no campo das ações como também no das idéias.

Para isso, buscamos levantar os discursos dos membros oficiais do FED, num primeiro momento e, posteriormente, as ações práticas tomadas no período compreendido pelo trabalho. Basicamente, os discursos do FED se encontram disponibilizados na íntegra no site

da instituição. As políticas monetárias foram provenientes de diferentes fontes, porém também encontradas dentro das explicações dadas pelos membros do BC.

A hipótese do trabalho baseia-se em que, de fato, nos momentos de pujança da economia financeira, há uma tendência pela defesa do discurso convencional. Ao mesmo tempo, nos momentos instáveis, políticas ativas e diretas devem ser tomadas de maneira centralizada, pelo Estado, para que sejam corrigidas as distorções e diminuídos os impactos na economia real.

A contextualização da crise é focada por nós no capítulo 1. No capítulo 2, voltamos-nos à análise dos discursos, enquanto no capítulo 3 conferimos a evolução da política monetária desde Alan Greenspan, em 2003/2004, até Ben Bernanke atualmente (ambos, presidentes do FED).

A crítica pela inconsistência entre os discursos e a prática é também foco neste nosso trabalho. Como não poderia deixar de ser, sendo confirmada a hipótese inicial, notamos que alguns autores antecipavam os caminhos a qual a economia se encaminhava e criticavam os modelos adotados, dando embasamento a nossa revisão de textos e contribuindo para o alcance dos objetivos.

Capítulo 1

A Crise do Mercado Hipotecário nos EUA

Segundo o Fundo Monetário Internacional¹, o ano de 2004 apresentou um crescimento do PIB das economias avançadas de 3,2%. Seguramente, a análise da condução da política monetária, requer que estabeleçamos o cenário pelo qual a economia – principalmente o setor financeiro – se desenvolveu nos últimos anos e, por isso, este será o nosso intuito neste primeiro momento.

Desde o processo de inovação e modernização do sistema financeiro americano, passamos por um período aonde o peso da riqueza financeira em relação ao produto, a sofisticação (e falta de transparência) das operações financeiras e a interligação entre os vários segmentos do mercado em escala mundial são de grandeza jamais vista. A riqueza financeira global ultrapassou em mais de quatro vezes o PIB mundial e os impactos/perdas reais atingiram níveis poucas vezes antes vistos, o que nos leva a crer que passamos por um momento singular na história econômica mundial recente.

Os números da crise de fato assustam e levam muita gente a atribuir o período vigente como sendo pior, inclusive, à Grande Depressão da década de 1930. Mazucchelli (2008) salienta, com a respeito à comparação da crise atual com a da década de 1930:

Felizmente, tal conclusão não se sustenta [que o curso da crise atual será mais dramático e doloroso do que em 1929-1933]. É necessário assinalar, em primeiro lugar, que em face da eclosão da crise a intervenção dos governos foi ampla e imediata. O credo liberal e a panacéia dos mercados "eficientes" ou "auto-regulados" foram sumariamente abandonados e o Estado assumiu, com maior (Inglaterra) ou menor (Estados Unidos) grau de acerto, a responsabilidade pela defesa das instituições financeiras, pela provisão da liquidez, pela garantia integral dos depósitos, pela redução das taxas de juros básicas e pela tentativa de evitar o aprofundamento da contração do crédito. Destaca-se a decisão de o governo americano disponibilizar US\$ 2,25 trilhões, sendo US\$ 1,5 trilhão para garantir novas dívidas emitidas pelos bancos, US\$ 500 bilhões para garantir os depósitos nos fundos mútuos e US\$ 250 bilhões para capitalizar os grandes bancos. O Banco Central americano (Federal Reserve) aumentou ainda para

¹ International Monetary Fund (2006), Tabela 1.1, p.2

US\$ 900 bilhões seus acordos de troca de moedas com dez bancos centrais (Austrália, Canadá, Dinamarca, Inglaterra, Nova Zelândia, Japão, Noruega, Suécia, Suíça e Banco Central Europeu) para ampliar a liquidez em dólares nos principais centros monetários [...] Sem a pronta e contínua injeção dos recursos públicos o colapso teria sido total, diante da absoluta preferência pela liquidez, com fuga desenfreada para os títulos da dívida pública, sobretudo americanos. A ação dos governos, *tipicamente keynesiana*, tem sido a de buscar a restauração do circuito do crédito-gasto-renda, nem que para tanto seja necessário estatizar (ainda que parcial e temporariamente) parcela significativa do sistema financeiro. (Mazzucchelli, 2008, p.1)

Mazzucchelli também fornece dados (Quadro 1) que exemplificam muito bem a série de medidas tomadas por parte dos bancos centrais dos países de economia avançada através de estatizações (totais ou parciais). O Quadro 1 ainda mostra algumas falências geradas em decorrência da crise, em setembro e outubro de 2008 (período mais agudo). São mais de 20 acontecimentos, nos EUA e países da União Européia. Notamos que há um grande esforço por parte das autoridades monetárias dos países da América do Norte e Europa na tentativa de manter um mínimo de estabilidade e evitar uma corrida geral aos bancos, à retirada de ativos financeiros e, conseqüentemente, gerar problemas sistêmicos à economia. Além disso, o foco das políticas “tipicamente keynesianas” é exatamente o ponto que este trabalho visa – a comparação entre o discurso adotado, até então, pelo FED, de liberalização do sistema financeiro e seu desfecho no instante em que a crise toma proporções gigantescas.

QUADRO 1 – INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS AFETADAS ENTRE SETEMBRO E OUTUBRO DE 2008

Instituições financeiras afetadas entre setembro e outubro de 2008

Instituição	Data	País	País
Fannie Mae	07 set.	Estados Unidos	Estatizada — US\$ 100 bilhões
Freddie Mac	07 set.	Estados Unidos	Estatizada — US\$ 100 bilhões
Lehman Brothers	15 set.	Estados Unidos	Falência
Merrill Lynch	15 set.	Estados Unidos	Adquirida pelo Bank of America
AIG (American International Group)	16 set.	Estados Unidos	Parcialmente estatizada (US\$ 150 bilhões)
HBOCS (Halifax Bank of Scotland)	17 set.	Reino Unido	Adquirida pelo Lloyds TSB (US\$ 22 bilhões), depois recebeu (£ 11,5 bilhões)
Washington Mutual	25 set.	Estados Unidos	Falência, seguida de venda para o JPMorgan/Chase
Fortis	28 set.	Bélgica/Holanda/ Luxemburgo	Parcialmente estatizada — US\$ 177 bilhões (49% das ações)
Bradford & Bingley	29 set.	Reino Unido	Estatizada (de hipotecas e créditos imobiliários)
Wachovia	29 set.	Estados Unidos	Adquirida pelo Wells Fargo
Dexia	30 set.	Bélgica e França	Estatizada (US\$ 9,2 bilhões)
Glitnir	29 set.	Islândia	Estatizada (75% das ações)
Hypo Real Estate	06 out.	Alemanha	Socorrido pelo governo e consórcio de bancos (US\$ 69 bilhões)
Landsbanki	07 out.	Islândia	Estatizada
Kaupthing Bank	10 out.	Islândia	Estatizada
Yamato Life Insurance	10 out.	Japão	Falência (companhia de seguro de vida)
Royal Bank of Scotland	13 out.	Reino Unido	Parcialmente estatizada (£20 bilhões)
Lloyds TSB	13 out.	Reino Unido	Parcialmente estatizada (£ 5,5 bilhões)
UBS	16 out.	Suíça	Parcialmente estatizada (recebeu US\$ 5,2 bilhões e transferiu US\$ 60 bilhões dos ativos podres para a autoridade monetária)
ING	19 out.	Holanda	Parcialmente estatizada (10 bilhões)
National City Corp.	24 out.	Estados Unidos	Falência, seguida de venda para o PNC Financial Services Group Inc. (US\$ 5,2 bilhões)
Freedom Bank	1 nov.	Estados Unidos	Falência, os depósitos foram adquiridos pelo Fifth Third Bank (Michigan)
Banco Português de Negócios (BPN)	3 nov.	Portugal	Estatizada

Fonte: Mazzucchelli (2008), Quadro 1, p.6

Lembramos, porém, que neste momento deter-nos-emos somente sobre a contextualização da crise, deixando o conflito entre discurso e prática para os capítulos posteriores.

O primeiro passo para a contextualização do tema deve ser voltado para o *boom* das hipotecas *subprime*, que foram substancialmente alavancadas conforme se desenvolveram os processos de securitização da década de 2000, de modo a atrair tomadores de maior risco. Conforme Braga (1998), securitização é:

[...] o processo pelo qual empresas produtivas, bancos, demais empresas financeiras, e governos emitem títulos de dívida, com inúmeras finalidades, envolvendo e interligando, desta forma, os chamados mercados creditício, de capitais, de derivativos (*swaps*, opções e futuros). Ela é uma modalidade financeira que torna os títulos negociáveis, flexibiliza prazos e taxas de rendimento, adaptável a múltiplos agentes, funcional à administração de riscos, substituta dos empréstimos bancários e, ao mesmo tempo, propicia aos bancos na captação de fundos. (Braga, 1998, p.198)

A crise dos créditos *subprime* advém do desenvolvimento dos mercados securitizados de hipotecas. Ao contrário das hipotecas *prime*, concedidas aos tomadores que dão uma parcela de entrada (no imóvel) e comprovam seus rendimentos, nas hipotecas *subprime* o tomador do empréstimo não tem capacidade de arcar com uma parcela inicial (entrada) e/ou comprovar rendimentos necessários a este crédito. No mercado de hipotecas americano, há ainda os créditos *jumbo* e *near prime* (ou Alt-A). Os créditos *jumbo* são semelhantes ao *prime*, porém acima do teto de US\$417.000,00 e garantidas por empresas patrocinadas pelo governo federal. Os créditos *near-prime* - que são próximos, mas abaixo, do *prime* - foram concedidos a agentes que não documentam seus rendimentos em totalidade ou conseguem dar o total da entrada.

As hipotecas costumam ser securitizadas em dois “pacotes” de títulos, que são: MBS’s (*mortgage-backed securities*); e RMBS’s (*residential mortgage-backed securities*), que é específica às hipotecas residenciais. Empresas como *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, garantiam créditos hipotecários e agrupavam-os em MBS’s, que eram vendidas aos investidores. No início da década de 2000, era pouco comum o “empacotamento” de hipotecas *subprime* em MBS’s. Porém, as instituições financeiras careciam do *status* de organizações que operavam patrocinadas pelo governo federal e, assim, passaram a utilizar de CDO’s (*Colletarized Debt Obligations*²) para créditos hipotecários *subprime* - leia-se, aqui, como créditos não *prime* - e divididos em diferentes “pacotes” (*tranches*). Estes *tranches* passaram a obter uma classificação (*rating*) - estabelecida por agências especializadas privadas - onde os mais elevados *ratings* eram aqueles que estariam credenciados a receber os primeiros pagamentos dos mutuários. Ao mesmo tempo, *tranches* de menor grau de investimento, devido ao seu risco, obtinham retornos maiores. O mercado absorveu tão bem este tipo de transação que a união entre créditos *subprime* e créditos de primeira linha, graças à transferência de risco,

² Basicamente, CDO’s são títulos de securitização ao quais o ativo-lastro, cujo fluxo de caixa constitui a fonte de pagamento do principal e da remuneração, é uma carteira de títulos de dívida pública.

chegava a quase 80% dos *tranches* com grau de investimento (*rating* de grau A ou mais) (Dimartino e Duca, 2007).

Tais instrumentos de crédito puderam se desenvolver na medida em que concediam um espaço de tempo para o comprador compor e recompor seu “*status creditício*” de tal forma que, ao fim, tinha a chance de migrar para o mercado *prime* – daí o caráter “curto prazista” do sistema. O incentivo para fazê-lo estava nas consideráveis diferenças de taxas de juros entre os dois mercados, as quais condicionavam a taxa de juros paga no período inicial de dois a três anos – a *teaser rate* – e a taxa ajustada após o período inicial. Uma vez vencido o período em que o comprador/tomador poderia ter mudado de *status*, a não migração para o mercado *prime* o levaria a continuar seu financiamento com taxas de nível *subprime* – altas o suficiente para cobrir o risco de inadimplência. Num contexto em que o mercado habitacional estava superaquecido, a qualidade do crédito pouco importava. Caso o tomador não conseguisse efetuar o pagamento no período da *teaser rate*, seu imóvel era tomado de volta e as hipotecárias rapidamente conseguiam repassá-la ao mercado e recuperar seu investimento, devido a apreciação que o imóvel teve ao longo do período e a facilidade de venda do mesmo no mercado.

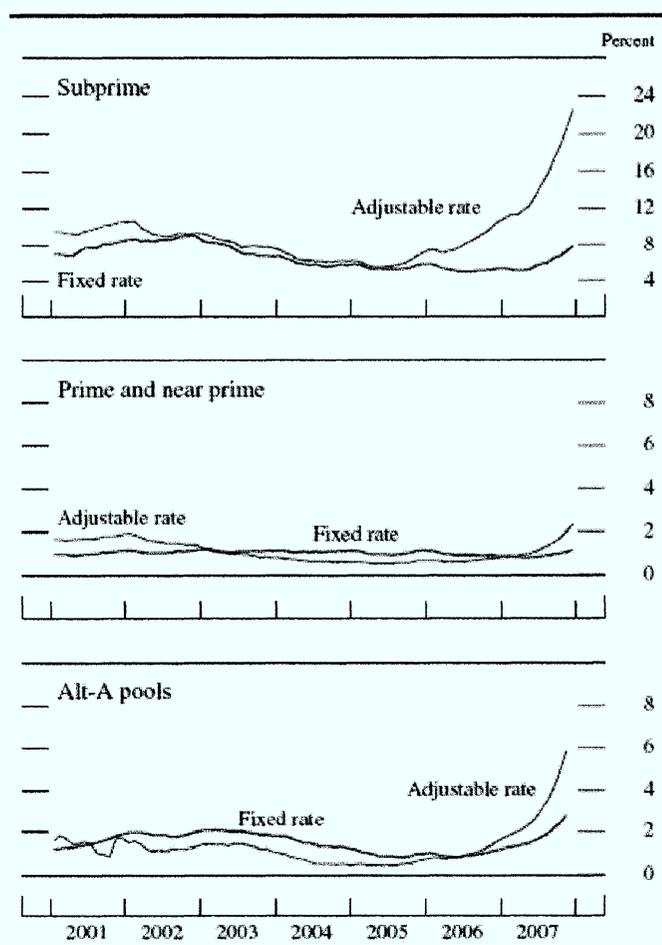
Os elevados retornos obtidos nas operações de hipotecas *subprime* e *Alt-A*, unida à abundância de crédito e à forte valorização do mercado imobiliário, favoreceram a aquisição de residências por parte de uma parcela da população que jamais teria condições financeiras para tal. Isto resultou num boom do mercado hipotecário e começou a inflar uma “bolha” especulativa no mercado financeiro.

Até meados de 2006, o mercado *subprime* funcionou muito bem. Em junho do mesmo ano (2006), porém, um estudo da OCDE mostrava que caso as taxas de juros viessem a aumentar de maneira significativa, os preços dos imóveis possivelmente poderiam estar em risco de se aproximar de um pico. A experiência histórica sugeria que as quedas dos preços poderiam ser expressivas e que a duração desta queda demorada (Noord, 2006). Além disso, um aumento de aproximadamente 1 a 2 por cento na taxa de juros poderia resultar numa probabilidade de 50% ou mais de um pico de preços nos EUA (id. *ibid.*).

Após sucessivas elevações na taxa básica de juros, entre 2004 e meados de 2006 (indo de 1% a 5,25%), a partir do verão de 2006 (meados do ano, nos EUA) o preço dos imóveis caía inversamente este aumento, levando a crer que poderia ser impacto da taxa de juros no mercado imobiliário (Taylor, 2007). Essa queda, porém, não deve ser atribuída a tal fator uma vez que essa elevação refletiu num aumento insignificante da taxa de juros destinado a crédito

imobiliário. Isto supõe que essa queda de preços se deva pelo próprio aumento da oferta de imóveis, impacto gerado devido a um aumento de preços anterior. De qualquer forma, podemos dizer que é a partir desse instante que se inicia um processo de inversão, ainda que modesto, no mercado americano de residências. O Monetary Policy Report to the Congress, do Federal Reserve (2007), já destacava o fato da inadimplência estar sob controle em contrapartida ao crédito de empréstimos imobiliários para classe subprime, sob taxas variáveis, ter aumentado de forma expressiva – o que reflete uma preocupação pelo que estava por vir. No mesmo relatório, só que posterior – FED (2008) -, há dados interessantes a respeito da inadimplência nos setores de hipotecas subprime, prime e near prime, e Alt-A (todos demonstrando as variações sob taxas fixas e ajustáveis). (Ver Gráfico 1).

GRÁFICO 1 – EVOLUÇÃO DA INADIMPLÊNCIA, DE 2001 A 2007, NOS EUA (SUBPRIME, PRIME E NEAR PRIME, E ALT-A – TAXAS DE JUROS FIXAS E VARIÁVEIS)



Fonte: FED (2008), *Mortgage delinquency rates, 2001–08*, p.5

Notamos no Gráfico 1 que em todos os casos há uma elevação brusca da taxa de inadimplência, a partir de 2007. O que se destaca, porém, é que o valor absoluto percentual de inadimplência das hipotecas *subprime*, principalmente o de taxas variáveis, são consideravelmente maiores, inclusive em relação ao de taxas fixas (modalidade pouco aplicada) - chegando ao fim de 2007 a aproximadamente 24%.

Iniciado o movimento baixista de preços, todo o mercado *subprime* começa a vir abaixo, pois os mutuários dependiam necessariamente da valorização de seus imóveis para migrarem para a categoria *prime*, com taxas de juros mais baixas. Obrigados a se manter em contratos com elevadas taxas de juros, muitos tomadores não conseguiram se refinar e acabaram por atrasar seus pagamentos. O problema da inadimplência agravou-se mais ainda em razão dos contratos hipotecários exigirem pagamentos adicionais no caso do valor do imóvel cair a um patamar abaixo do valor da hipoteca. Além disso, a interrupção do movimento altista afastou muitos especuladores do mercado habitacional, com efeitos baixistas adicionais sobre o preço dos imóveis, diminuindo a venda de casas no ano de 2007. A soma de inadimplência e relutância dos proprietários em vender seus imóveis a baixo preço resultou num aumento da oferta no curto prazo, mais um fator que favoreceu a queda de preços. O processo tornou-se cíclico na medida em que os preços dos imóveis caíam, havia uma expectativa de aumento no número de inadimplentes, que aumentou a oferta de imóveis. Assim, em janeiro de 2008, já existiam cerca de 4 milhões de residências não vendidas nos EUA e quase 2,9 milhões de residências desocupadas.

Estourada a “bolha” do *subprime*, contudo, tornou-se comum atribuir as razões da crise à política monetária acomodaticia norte-americana de 2004-2007 – resultado da pujança financeira iniciada em 2003 – que acompanhava o crescimento da demanda de bens e serviços, ao invés de tentar se “antecipar” aos agentes.

A visão convencional possivelmente sustentaria que as raízes do problema estão na falta de informações que localizassem e dimensionassem os riscos de perdas gerados pelos *defaults* de um número de ativos interligados, via os inúmeros instrumentos criados para possibilitar a concessão de crédito, no mercado *subprime*.

A análise de Kregel (2008) segue esta mesma trilha, mas argumentando que a “falha de informação” não se deu no mercado como um todo, e, sim, nas agências de *rating* – que possuem uma série de informações para evitar que possíveis riscos sejam revertidos em

elevações no preço dos fundos securitizados. A visão do autor, portanto, é a de que há um problema de precificação e subestimação na correlação com o *default* das hipotecas.

Fischer (2008) vai ainda mais longe, propondo que se combine a crise financeira com a ignorância no modelo de avaliação de risco das hipotecas securitizadas. Segundo ele, as causas imediatas da crise financeira foram um *boom* de crédito “irracionalmente exuberante”, combinado com uma engenharia financeira que: a) conduziu à criação de complexos instrumentos financeiros considerados confiáveis, cujas características de risco eram subestimadas ou não compreendidas; e b) alimentou um *boom* habitacional que se transformou numa bolha de preços de imóveis, através de uma insustentável busca ao prêmio trazido pelo risco (em escala mundial).

Baseadas na falta de informações, essas são algumas das breves visões que, porém, não explicam a fundo o processo de inadimplência entre os mutuários *subprime*. Cabe ainda prospectar mais fundo sobre o papel das instituições financeiras no processo, as críticas anteriores à deflagração da crise e em como as autoridades monetárias foram absorvendo essas informações e aplicando (ou não) em suas políticas ao longo dos últimos anos.

Tendo em vista que já temos uma noção mais concreta do cenário em que a crise foi construída, estas questões serão foco dos próximos capítulos desta monografia. Tentaremos, a partir daqui, interpretar como a “sabedoria convencional” se comportou ao longo do processo de ascensão e queda do mercado imobiliário e financeiro, e como foi a resposta do FED para a contenção dos problemas que se apresentavam.

Capítulo 2

A Atuação do FED no Período de 2004-2009: Os Discursos Oficiais Antes e Depois da Crise

Nesse segundo capítulo, a intenção é esclarecer de que forma os principais diretores (*Governors*) e o presidente (*Chairman*) do FED se posicionaram na medida em que a crise foi se aproximando e, por fim, eclodiu no último trimestre de 2007. Os anos a serem estudados compreenderão entre 2004 e 2009, dado o entusiasmo que o mercado financeiro passava ao início desse período e os problemas atuais que o período recente apresenta. Vale lembrar que, até o fim de 2005, Alan Greenspan era o presidente do FED e, a partir de junho de 2006, o mesmo passou a ser presidido por Ben Bernanke (que, inclusive, era diretor do FED no período de Greenspan).

2.1. Eficácia da Política Monetária

Logo em sua primeira intervenção no ano de 2004, feita à Associação Americana de Economia (AEA), Greenspan (2004a) esclarece sua posição particular a respeito da condução da política monetária americana e quais os riscos que uma má avaliação para a condução da mesma traz. Para o autor, num cenário onde a “incerteza” pode assumir duas vertentes – a que diz que a distribuição da produção, probabilisticamente, é incerta, e a que afirma que essa probabilidade é delimitada por dados históricos –, a condução da política monetária deve, antes de tudo, ser baseada na avaliação da administração de riscos³. Ao mesmo tempo, ele ressalva que o dinamismo da economia é um forte argumento para não apenas depender das avaliações estáticas que os números carregam. Cabe, assim, aos tomadores de decisões, ponderarem em que medida serão usados os modelos adotados para retratarem a realidade, já que nenhum deles pode, isoladamente, ser considerado como ótimo (até por se tratarem de diferentes recortes da realidade).

³ “[...] a administração de riscos é a aplicação de estratégias para evitar ou reduzir os custos gerados pelos riscos. As análises de administração de riscos incluem, portanto: a pesquisa e a identificação das fontes de risco; a estimativa de sua probabilidade e avaliação dos seus efeitos; o planejamento de estratégias e procedimentos de controle de risco; e, a aplicação otimizadora dessas estratégias diante da incerteza.” (Pereira, 2006, pg. 105)

Diferindo pouco dessa lógica, Ben Bernanke (2004) também ressalva três aspectos fundamentais para a construção de uma política monetária efetiva. São eles: a determinação da política dentro de um ambiente real e complexo; as previsões do cenário macroeconômico; e a formação de expectativas por parte dos agentes. O primeiro ponto em questão se aproxima muito do que Greenspan tenta também relatar. Obviamente que um cenário bem construído, detalhado e realístico, colabora na condução da política monetária. Porém, a chance de se incorrer em falhas, erros e omissões, devido à dinâmica da economia, dá brecha a um modelo menos confiável, diminuindo o nível de confiança do modelo. Em relação às previsões, Bernanke diz que a habilidade dos formuladores de política monetária está na “capacidade de olhar dentro da bola de cristal e ver algo que remeta ao futuro”⁴, levando em conta o fato da variável inflação ser a mais importante, mesmo que a adoção de um único modelo também possa levar a erros de previsão. O terceiro e último aspecto para a condução da política monetária está na consolidação dos diferentes mecanismos de formação de expectativas.

Num período de entusiasmo como o de 2004, quando a economia americana crescia aceleradamente e o controle dos indicadores monetários era estável, é importante começar a análise deste capítulo avaliando qual a postura do presidente do FED, e de seu futuro sucessor, em relação a adoção das políticas monetárias. A conclusão, no primeiro trimestre do ano de 2004, através da leitura dos discursos, é que a preocupação dos formuladores das políticas monetárias estava voltada para a eficiência com a qual elas seriam aplicadas. Estava muito claro que o uso de modelos deveria ser restrito e apenas auxiliar, dado que a experiência histórica mostrava que modelos similares tendiam a se adequar de diferentes maneiras em diferentes momentos. Até aqui, vemos um consenso por parte dos membros do FED.

2.2. Incipiência da Bolha de Preços Imobiliários

As preocupações relativas a bolha de preços gerada no mercado imobiliário surgem ainda no ano de 2004. Em 19 de outubro deste ano, Greenspan levanta alguns pontos relativos ao assunto na Convenção Anual da Comunidade dos Banqueiros Americanos, em Washington D.C..

⁴ Bernanke (2004), p.2

Ainda que se notasse a entrada de novos consumidores no mercado de compra de casas novas, composta por um novo estrato social tomador de empréstimos, a denominação *subprime* ainda é pouco utilizada no momento. As explicações para a ascensão das dívidas com hipoteca, relativamente ao aumento da renda, são dadas por Greenspan como sendo fruto de um movimento contínuo de valorização no setor imobiliário de mais de 50 anos na economia norte-americana. Na época (2004), utilizando-se da opinião de especialistas, o *Chairman* do FED dizia que o movimento se cessaria na medida em que a oferta de casas aumentasse, pois o número de devoluções, ou não cumprimento das obrigações, geraria uma disponibilização de imóveis que reprimiria os preços, causando uma inversão nos preços.

O curioso, aqui, é que o ano de 2004 termina evidenciando que o FED já “enxergava” um desequilíbrio nas contas relativas às vendas e obrigações no mercado imobiliário. O órgão, porém, em nenhum momento cita a utilização de instrumentos financeiros nesse setor como forma de “alavancar” ganhos especulativos ou mesmo gerar caixa – liquidez – à custa de securitização de “ativos tóxicos” (*toxic assets*).t

2.2.1. Transferência de Risco e a “Ilusão” da Estabilidade Financeira

Em maio de 2005, o assunto relativo à transferência de risco e instrumentos derivativos são tema do discurso de Alan Greenspan na 41ª Conferência Anual de Estrutura Bancária (FED-Chicago), que coloca em questão a estabilidade das instituições financeira nos EUA. Logo no início do texto temos

So this conference seems an appropriate place in which to reflect once more on the prodigious growth of these risk-transfer instruments and their implications for financial stability. Two years ago at this conference I argued that the growing array of derivatives and the related application of more-sophisticated methods for measuring and managing risks had been key factors underlying the remarkable resilience of the banking system, which had recently shrugged off severe shocks to the economy and the financial system. (Greenspan; 2005, p.1)

O tom desse pronunciamento exemplifica muito bem a ilusão reinante nos anos 2004-2007 de que os instrumentos derivativos eram simplesmente usados para repasse de risco e

fornecimento de liquidez aos bancos e empresas (fruto de Basiléia II⁵) - sem mostrar que, por trás destes “métodos sofisticados”, faltava transparência quanto à origem e o destino desses contratos. De qualquer forma, a crítica em relação a esta postura pouco restritiva ficará para o capítulo posterior.

Os benefícios dos derivativos para instituições financeiras privadas, para o sistema financeiro como um todo ou para a economia em geral, segundo o Greenspan (2005), têm, em contrapartida, algumas restrições. A transferência de risco será somente válida caso a parte que assume o risco tenha a capacidade de cumprir com suas obrigações contratuais. Essa ressalva feita por ele é, possivelmente, o ponto chave para o início do caos gerado pelo processo de securitização ocorrido no país. Sua conclusão, nesse próprio texto, é a de que a velocidade a qual surgiam estes instrumentos talvez fosse maior do que a capacidade do mercado assimilar e avaliar o *stress* que eles poderiam causar. Mais um sinal que exemplifica o início da desconfiança nos instrumentos financeiros recém surgidos e altamente utilizados.

2.2.2. Valorização no Mercado Imobiliário e Aumento das Dívidas no Setor

Deparando-se com alguns indicadores do setor imobiliário, notamos que ao fim de 2005 a preocupação com a questão do crédito imobiliário aumenta consideravelmente. Segundo Greenspan (2005b), a taxa fixa de 5,75% para financiamento de 30 anos era 0,5% menor do que um ano antes (setembro de 2004) e atingiu um nível significativamente baixo para o histórico norte-americano.

Esse baixíssimo nível, como dito, causa a Greenspan certa estranheza e mesmo dúvida, pois o fato de interligar a subida de preços à expansão do mercado imobiliário – inclusive por investidores (que compram imóveis para revenda) – legitima a idéia de bolha de preços no setor. Greenspan aponta em defesa do mercado, ainda, que o movimento de valorização ocorre, também, em outros países, que não os EUA, e ao dizer que é muito cedo para avaliações precipitadas. Mas, não deixa de ponderar que os preços do momento (setembro de 2005) parecem insustentáveis e são a resposta de um movimento especulativo.

⁵ Como afirma Carvalho: “O novo acordo da Basiléia, ou Basiléia II como tem sido conhecido, consagra esta reorientação estratégica ao estender a possibilidade do próprio banco definir e mensurar os riscos a que está sujeito também ao risco de crédito. (...) Grandes incertezas, de variadas naturezas, ainda cercam o novo acordo, inclusive a respeito da capacidade dos supervisores financeiros de realmente avaliar estratégias de risco adotadas por instituições bancárias que podem ser extremamente complexas.” (Carvalho, 2005, pp.22-23)

A justificativa do autor em defesa do movimento especulativo é que o fato de muitos dos proprietários morarem em suas residências cria uma barreira para variações bruscas nos preços (excesso de oferta). Para esses proprietários também participem do processo de especulação, e para haver realização de ganhos de capital, eles teriam constantemente mudar de cidade (no caso, mercado), gerando obstáculos à venda. Somado a isso, as comissões e taxas para a transferência da moradia envolvem cerca de 9% no preço de venda, impondo mais um obstáculo à mudança. Essas seriam as razões básicas para que não houvesse uma inflexão nos preços no mercado imobiliário. Há ainda o argumento de que esse tipo de negociação tem se acelerado, mostrando que independente da “lógica” de sua proposição existe um movimento a ser observado com cuidado.

Devemos considerar no discurso de Greenspan que alguns fatores que desestabilizariam a dinâmica de preços do mercado imobiliário já eram explícitos, mesmo que pouco relevados por ele. Mesmo assim, a fala carrega alguns pontos que fazem contrapartida ao que vinha se evidenciando.

A esta altura, a bolha de preços já preocupava, mas o que se nota é que, por mais que o processo de securitização tenha sido lembrado nos discursos oficiais, eles ainda não interligam a disponibilidade de crédito aos movimentos de investimento e especulativos no setor imobiliário.

2.3. Fragilidades do Sistema Financeiro Norte-Americano

Um discurso relevante à nossa discussão, de maio de 2006, foi feito pelo diretor do FED Donald L. Kohn (2006) e diz respeito às crises e seu desenvolvimento nos sistemas financeiros. O ponto novo trazido está na questão do desenvolvimento, desde o início da década de 2000, dos “Bancos *Holding*” e quais os possíveis impactos deles para o sistema financeiro e a economia real. Utilizando, como exemplo, os percalços gerados pelo *crash* do mercado de ações, de 1987, e a crise da Rússia, de 1998, ele demonstra como as ações do FED puderam se efetivar, dentro de três princípios, para que os EUA não entrassem literalmente numa crise e, sim, numa mera turbulência. Isto porque havia três pontos que facilitaram a atuação do Banco Central: i) a economia se encontrava em estabilidade (condições “sólidas”), a ponto de ter capacidade de controlar os preços e manter um crescimento sustentável; ii) a estabilidade do sistema bancário, dado que detinham de uma gama de instrumentos financeiros para se “protegerem” de riscos eminentes; iii) O grau de

desenvolvimento dos instrumentos de proteção e a confiança na atuação da autoridade monetária para correção dos desequilíbrios. O fato marcante nesse discurso diz respeito ao terceiro ponto.

A third principle is that the actions taken to prevent a crisis should not raise the odds of creating more problems in the future. In particular, the problem of moral hazard is a significant concern. If market participants begin to rely too much on regulators and central bankers to manage possible future crises, they may act in a way that has the effect of raising the risk of a financial crisis (Kohn, 2006, p.4)

A questão é que a falta de transparência gerada pelos mecanismos de securitização poderiam dificultar o esboço de um possível plano de ação contra momentos de crise. Mais além, a estrutura montada pelos formadores de política deve avaliar o ponto exato entre uma ação eficaz e a geração de risco moral. Ou seja, pensando nos dois extremos, caso não haja atitude alguma no início de um momento turbulento, há chances de uma crise sistêmica se desenvolver. Ao mesmo tempo, caso as políticas sejam deveras “assistencialistas”, ou fortemente intervencionistas, o risco moral passa a ser um fator que possibilite ou incentive a entrada de *players* no mercado que buscam lucros extraordinários nos momentos de ascensão, mas que não se sustentam na crise. Graças a dificuldade de se achar esse equilíbrio entre ação e omissão, o FED, segundo Kohn (2006), preocupava-se mais em prevenir do que em remediar os riscos de crise através de estímulos à disciplina do mercado, encorajando medidas para mitigar os riscos administrativos e cobrando transparência nos sistemas de pagamentos.

Numa visão clara de quem percebe as medidas preventivas a serem tomadas num processo de crise, em nenhum momento Kohn deixa claro que antevê a iminência de um choque no curto-prazo – como, de fato, viria a ocorrer no ano seguinte ao seu discurso. Porém, em sua conclusão ele ressalva que os instrumentos de proteção desenvolvidos até então tem sido eficientes, mas, num mercado que permite ajustes bruscos de preços, há sempre a possibilidade que este mercado “protegido” seja consequência de uma casualidade ou até mesmo sorte momentânea.

2.4. As Preocupações do Pré-Crise

2.4.1. Inadimplência do Mercado *Subprime*

O primeiro discurso que realmente explicita a crise como um problema imediato ocorreu em maio de 2007, e foi pronunciado pelo presidente Ben Bernanke, no FED de Chicago, na 43ª. Convenção de Competição e Estrutura Bancária. O texto “The Subprime Mortgage Market” traz um breve histórico sobre o mercado de crédito imobiliário *subprime* e os recentes problemas gerados no setor. Bernanke (2007a) explica que com a inflexão nos preços dos imóveis (a partir do segundo semestre de 2006), os tomadores *subprime* que possuíam *ARM's* (*Adjustable-Rate Mortgages*) passaram a não possuir capacidade de refinanciamento – que, em parte, se baseava no preços da própria casa (*home equity*) e esta não mais possuía valor para tal – e aumentaram as taxas de inadimplência de forma substancialmente. As práticas de securitização, por parte dos emprestadores, também contribuiu para os problemas no setor. O único beneficiado com todas as variações foi o mercado secundário.

O fato dos bancos conseguirem repassar o risco do crédito para investidores, diz Bernanke, fez com que um público pouco capaz – em termos de pagamento – pudesse ter acesso aos empréstimos imobiliários.

A crise ainda nem começara e Bernanke já dizia que, por parte dos investidores, algumas mudanças já eram sentidas. Os investidores compradores dos títulos dos bancos já acompanhavam com mais cautela o produto que lhes era oferecido, mas mal sabia ele que o estopim que deflagraria a crise ainda estava por vir.

A fragilidade no sistema regulatório já era evidente, na visão do presidente do FED. Talvez essa deva ser a primeira lição a fim de “evitar abusos ou práticas ruins, mas ao mesmo tempo sem tirar a responsabilidade dos emprestadores *subprime* ou mesmo acabar com as opções de refinanciamento que são benéficas aos tomadores” (Bernanke, 2007a, p.4). Bernanke levanta quatro medidas para os reguladores controlarem tal situação. São elas: i) transparência, por parte dos emprestadores, aos tomadores para ficarem cientes dos riscos pertinentes aos produtos vendidos; ii) proibir práticas abusivas através de regras apropriadas; iii) oferecer diretrizes básicas e supervisioná-las adequadamente; e iv) diminuir a distância (burocracia) entre reguladores e empresas, com intuito de aumentar ações eficientes e dar conselhos e suporte aos possíveis tomadores de empréstimos.

Independentemente das propostas e da visão de que o cenário era pouco animador, o otimismo ainda prevalecia nos discursos do FED. Pouco antes de sua conclusão a respeito do mercado *subprime*, antes do início da crise (em agosto/setembro de 2007, quando a desconfiança no setor imobiliário passa a ser generalizada⁶), Bernanke (2007,pg.7) dá sua visão quanto aos impactos macroeconômicos

All that said, given the fundamental factors in place that should support the demand for housing, we believe the effect of the troubles in the subprime sector on the broader housing market will likely be limited, and we do not expect significant spillovers from the subprime market to the rest of the economy or to the financial system.

Em setembro de 2007, os discursos já mudaram de tons e percepção. Os problemas que o mercado imobiliário traria já estavam mais claros.

2.4.2. O “Tumulto Financeiro” do Último Trimestre de 2007

Em uma intervenção de 15 de outubro de 2007 (Bernanke, 2007b), os impactos no mercado já eram evidentes. Desequilíbrios no mercado e escassez de crédito – ou falta de liquidez – na economia americana adiantavam as claras dificuldades que o ano de 2008 traria. Bernanke mais uma vez contextualiza o cenário construído nos últimos meses referente ao mercado de crédito imobiliário americano. A diminuição na taxa de desconto, em agosto, foi a primeira das muitas medidas que o FED tomaria para manter a solidez do sistema financeiro. Em setembro, viria o corte de 0,5% na taxa de juros básica americana. Eram os primeiros sinais de medidas anticíclicas à economia.

Os impactos fora da esfera financeira ainda não se mostravam muito evidentes, segundo o *Chairman* do FED. Apesar de a economia americana representar grande fatia do consumo internacional, os preços das commodities não eram muito afetados e a economia mundial ainda demonstrava capacidade de crescimento. Na economia doméstica, o setor

⁶ No início de agosto de 2007, uma das divisões do banco BNP Paribas - BNP Paribas Investment Partners - congelou cerca de 2 bilhões de Euros em fundos, justificando as preocupações sobre o setor de crédito *subprime* nos EUA. As negociações de três fundos - Parvest Dynamic ABS, o BNP Paribas ABS Euribor e o BNP Paribas ABS Eonia - foram suspensas por não ser possível avaliá-los com precisão, devido aos problemas no mercado de crédito *subprime* nos EUA.

imobiliário americano mostrava impactos reais no PIB, gerando sutis elevações (em outubro) nas taxas de desemprego e, obviamente, na capacidade de captação de crédito no setor privado. Outro ponto forte desse discurso foi a clara alusão de que não era obrigação do FED resgatar empresas e fundos afetados pelos problemas em questão.

As I indicated in earlier remarks, it is not the responsibility of the Federal Reserve - nor would it be appropriate - to protect lenders and investors from the consequences of their financial decisions. For this reason, policymakers will remain in close contact, monitor developments closely, and stand ready to take additional steps should conditions warrant. In times like these, we are especially aware of the importance of having close working relationships with our central bank colleagues around the world. (Bernanke, 2007b, p.7)

Mais do que alguns fatos ou novidades, o ponto relevante desse discurso foi a preocupação demonstrada pelo FED com os rumos do mercado financeiro, como também sua posição “passiva” em relação aos problemas do setor privado.

2.5. 2008: A Deflagração da Crise

No ano de 2008, a crise financeira já era uma realidade, e a certeza de que sérios impactos estariam por vir fez com que o FED se posicionasse fortemente, em termos de intervenção, frente aos problemas surgidos. O momento já permitia uma melhor avaliação dos problemas. O *boom* do mercado imobiliário acabara e revelou sérios problemas que somente em 2008 passaram a ser vistos.

2.5.1 Os Bancos Centrais e a Necessidade de Posturas Alinhadas

Na comemoração dos 10 anos da moeda euro (novembro de 2008), em Frankfurt, Bernanke (2008a) discutiu sobre os desafios recém surgidos na economia com um todo. Já era claro, em suas próprias palavras, que a crise fora causada pelo fim do *boom* do mercado imobiliário e pelas perdas ligadas ao financiamento deste setor, mas, mais que isso, também ao *boom* de crédito gerado pela subestimação do risco, alavancagem excessiva das instituições

financeiras e uma confiança excessiva em instrumentos opacos que se provaram frágeis sob situação de *stress* (Bernanke, 2008a, p.1). Apontando raros momentos em que diferentes países ajustaram suas políticas monetárias, a promoção de uma política alinhada com os outros BCs se fazia, no momento, em sua opinião, indispensável.

Bernanke diz que medidas típicas tem sido usualmente adotadas, como injeções de dinheiro para prover liquidez ou mesmo o papel de “emprestador de última instância”, por parte dos BCs, mas seus resultados são discutíveis. Ele argumenta, exemplificando, que em diversos momentos de nada adianta injetar moeda local quando, na verdade, a escassez de financiamento se encontra em dólar. Com isso, nada mais trivial do que adequar políticas monetárias junto à americana. Para isso, o FED disponibilizou algumas linhas de *swap*⁷ e *repo* (*repurchase agreement*)⁸ para gerar liquidez em dólar aos mercados carentes da moeda.

As medidas de diversificação do estoques de moedas foram consideradas, na época, como um passo importante para a solvência do sistema financeiro internacional. Ao mesmo tempo, Bernanke (2008a) deixou claro que a adoção de medidas que controlem os mercados de crédito – em período volátil – deveriam ser tomadas de acordo com o desempenho da economia e que os tomadores de decisão das políticas monetárias deveriam acompanhar de perto o desenvolvimento de seus mercados (e agirem, sempre que possível, para controlar as possíveis desequilíbrios bruscos financeiros).

For this reason, policymakers will remain in close contact, monitor developments closely, and stand ready to take additional steps should conditions warrant. In times like these, we are especially aware of the importance of having close working relationships with our central bank colleagues around the world (Bernanke, 2008a, p.3)

⁷ Derivativo financeiro que tem por finalidade promover a troca (simultaneamente) de ativos financeiros entre os agentes econômicos envolvidos, por exemplo: Uma empresa possui um ativo financeiro indexado a variação do dólar comercial e deseja trocar a variação deste ativo financeiro (dólar comercial) por uma determinada taxa pré-fixada sem se desfazer do ativo financeiro, neste caso ela poderá através de um swap de taxas realizar tal operação (Fonte: Banco Central do Brasil)

⁸ Nome reduzido dado às operações de mercado chamadas de *Repurchase Agreements* ou Acordos de Recompra. Por esse acordo, o vendedor vende um título de renda fixa com o compromisso de recomprá-lo em uma determinada data e por um determinado preço. Acordos de recompra têm basicamente duas finalidades. A primeira deriva de uma situação de mercado em que um determinado título, estando muito demandado e em falta, obriga alguns participantes do mercado financeiro a adquiri-los por um prazo determinado de um outro participante. Outra motivação de acordos de recompra decorre do interesse de um investidor em investir dinheiro sem correr o risco de crédito embutido em operações de depósito normais. (Fonte: Banco Central do Brasil)

2.6. Políticas do FED na Crise Financeira

2.6.1. Política Monetária

No discurso seguinte, Bernanke (2008b) procurou esclarecer os tipos de medidas que o FED tomaria para combater “a contração de crédito e a queda nos valores dos ativos que favoreceriam a desaceleração substancial da atividade econômica” (Bernanke, 2008b, p.1). Ele levantou três estratégias para combater os problemas de liquidez. A primeira é o afrouxamento considerável da política monetária americana, cujo o primeiro corte de juros (pelo FOMC – *Federal Open Market Committee*) foi feito em setembro de 2007, e à época do discurso já tinha havia diminuído a 4,75%. A resposta da política monetária foi mais rápida que de costume, porém as pressões inflacionárias também surgiram e trouxeram relativa preocupação à série de cortes. A intenção principal era gerar liquidez ao mercado, que passava por um momento de cautela. Como somente a adoção dos cortes não é suficiente, a segunda medida foi prover liquidez direta às empresas privadas através da compra de ativos ilíquidos – àquela época. A terceira medida, relatada no tópico anterior deste trabalho, foi o acordo bilateral, com outros 14 Bancos Centrais do mundo, de *swap* cambial. Pela interrelação do mercado financeiro, o aumento do *funding* em dólar nas economias externas tende a favorecer os países em geral.

De qualquer forma, a confiança por parte do FED existia e as políticas, pelo histórico de medidas adotadas, eram tão inovadoras quanto os instrumentos que geraram a crise. O esforço para o país não incorrer numa crise sistêmica fez com que Tesouro e Banco Central se unissem para facilitar compras de bancos como o Bear Stearns pelo JPMorgan Chase e para estabilizar a AIG. As medidas, entre outras, visavam conseguir garantias, acesso a liquidez e regulação para gerar confiança no mercado quanto ao resgate destas instituições (que, no caso, exemplificam apenas algumas dentre muitas outras “salvas” pelo governo). Bernanke também ressalva que os FEDs locais – que se responsabilizam unicamente por medidas em seus estados -, conjuntamente, esforçaram-se para evitar uma maior desaceleração das economias locais. As políticas adotadas, porém, geraram controvérsia. O presidente do FED se justifica, no seguinte trecho

However, in my view, the failure of a major financial institution at a time when financial markets are already quite fragile poses too great a threat to financial and economic

stability to be ignored. In such cases, intervention is necessary to protect the public interest. The problems of moral hazard and the existence of institutions that are "too big to fail" must certainly be addressed, but the right way to do this is through regulatory changes, improvements in the financial infrastructure, and other measures that will prevent a situation like this from recurring. Going forward, reforming the system to enhance stability and to address the problem of "too big to fail" should be a top priority for lawmakers and regulators. (Bernanke, 2008b, p.3)

Em sua opinião, os eventos ocorridos deflagraram uma fragilidade do sistema em definir procedimentos e autoritiedades para lidar com prováveis problemas sistêmicos em instituições financeiras não bancárias. Daí, em última instância, coube ao Banco Central agir para que o problema econômico não se alastrasse (ou o fizesse com impactos diminuídos). O FED somente pode emprestar a instituições não-depositárias (ou seja, que não fazem depósitos compulsórios) sob justificativa e com garantias de recebimento futuro. Já o Tesouro não possuía essa disposição e, na crise, conseguiu uma concessão junto ao Congresso Norte-Americano. Para Bernanke, essa foi uma conquista importante para a regulação da economia em instabilidades futuras.

2.6.2. Interações entre a Política Monetária e a Política Fiscal

Em meados de 2009, o vice-presidente do FED, Donald Kohn, discursou na Universidade de Princeton, a respeito das políticas fiscais e monetárias que deveriam ser tomadas para a superação da crise.

Para Kohn (2009), a política monetária atual está determinada a uma taxa de juros básica da economia americana próxima de zero e essa tendência deve persistir durante um tempo considerável. Ao mesmo tempo, em tempos de crise, a medida traz mais eficiência aos estímulos fiscais do que normalmente. As medidas de "socorro" ao mercado financeiro, sem precedentes na história do FED, foram necessárias para afastar o temor de iliquidez. Isso exigiu, inclusive, uma interação, que se não inédita, pouco usual entre o Tesouro e o FED. Com uma possibilidade mínima de se diminuir ainda mais a taxa de juros, que está próxima de zero – e estando a um nível de inflação "abaixo do desejado" – o estímulo fiscal pode ser uma alternativa para gerar crescimento e tirar a economia do estado de estagnação, equilibrar a taxa de câmbio e gerar impactos nas taxas de juros de longo prazo (Kohn, 2009, p. 1-2). Os

impactos da taxa de curto prazo, que determinarão as expectativas em relação aos preços dos ativos, só serão positivos caso o mercado enxergue o estímulo como não temporário e vislumbre um cenário futuro de retomada do crescimento.

O fato é que a adoção de expansão fiscal e taxa de juros próxima a zero são consideradas pouco convencionais para a política monetária norte-americana. Pautados em metas e valores para alcançar um nível de equilíbrio (taxa “real” ou “neutra”, de acordo com o período) nos últimos anos, cabe ao FED e ao Tesouro transitarem novamente em direção a uma política monetária tradicional. As políticas tradicionais mostraram-se efetivas, no que diz respeito ao intuito maior das autoridades americanas em controlar o nível de preços. A dificuldade de retomada, segundo Kohn, é que o balanço de pagamentos do governo americano pós-crise requererá cuidados quanto à velocidade em que será imposta a política de contração monetária. A base monetária norte americana foi em grande parte pautada em ativos que, anterior a retomada da economia, estavam desvalorizados. Na medida em que essa “base” for ganhando força e o governo puder retirar liquidez, com o aumento dos juros – e venda dos títulos -, é necessário que esses preços de ativos estejam em um patamar realmente sustentável.

As políticas fiscais e monetárias, agindo em conjunto, constituem exceção em tempos de estabilidade, mas tem se mostrado eficazes na retomada de confiança do mercado no controle de preços.

Capítulo 3

O “Saber Convencional” Diante dos Fatos: O FED na Crise de 2007-2008

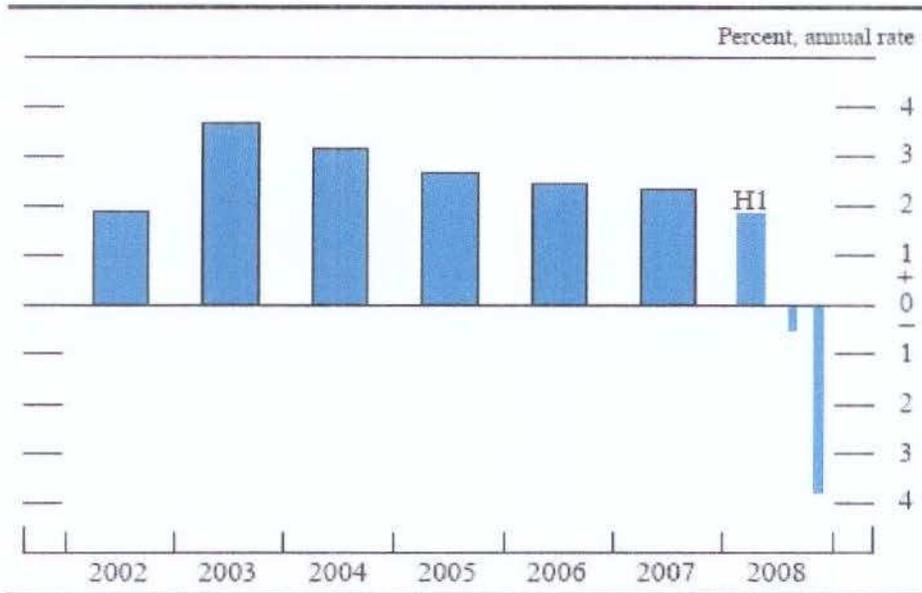
Este capítulo visa esclarecer os argumentos utilizados para a condução da política monetária dos EUA, pelo FED, buscando demonstrar como a economia se portou dentro dessas determinações e como alguns economistas, à época, tentavam explicar possíveis distorções nas políticas adotadas.

3.1 A Evolução da Taxa de Juros, nos EUA, no Período de 2004 ao 1º Trimestre de 2009

Em 2004 o cenário americano era de crescimento econômico e de diminuição do desemprego. Com uma política fiscal de estímulo a investimentos, uma política monetária acomodaticia e condições favoráveis do mercado financeiro, o consumo doméstico crescia gerando investimentos na indústria, mesmo num período de valorização no preço das commodities (principalmente, aquelas relacionadas aos setores energéticos e de extração mineral). Tendo em vista o excesso de demanda na economia americana, as pressões inflacionárias começavam a despontar e a política monetária se pautava em elevar gradualmente as taxas de juros a fim de desestimulá-la. Devido às altas taxas de crescimento do PIB americano de junho de 2004 a junho de 2006 (Gráfico 2), a taxa de juros americana passou, no mesmo período, por 17 pequenas elevações, passando de 1% para 5,25% (Gráfico 3). Até a crise agravar-se, a partir do último trimestre de 2007, as taxas de juros se mantiveram e, após este mesmo período, visto os problemas de liquidez que começavam a ser enfrentados e as perspectivas futuras desfavoráveis, o FED iniciou um período de sucessivas quedas para chegar, ao início de fevereiro de 2009, a uma taxa de 0,25%. A questão a ser tratada, porém, está nas circunstâncias as quais as políticas de restrição/estímulo, por parte do banco central americano, em relação à taxa de juros, foram efetivamente eficazes para os objetivos das autoridades econômicas. O desenvolvimento do PIB real americano dos últimos sete anos mostrou que, de fato, a partir de 2008 (onde, inclusive, o Gráfico 2 passa a demonstrar a evolução por períodos: H1 primeiro semestre; e os últimos dois trimestres separadamente) a política de juros esteve em paralelo com um crescimento equilibrado da

economia americana, mas que, ao mesmo tempo, mostrou-se pouco efetiva, mesmo que necessária, como medida isolada, para o combate às quedas subsequentes do PIB.

GRÁFICO 2 – CRESCIMENTO DO PIB DOS EUA (2002-2008)



Fonte: Monetary Policy Report to the Congress – Federal Reserve; 14/02/2009

GRÁFICO 3 – EVOLUÇÃO DA META DA TAXA DE JUROS DOS EUA



Fonte: Department of the Treasury and the Federal Reserve.

3.2. A Política Monetária do Período Greenspan (2004-2005)

O mecanismo de transmissão da política monetária para a economia real será, neste tópico, o ponto de partida para o entendimento da postura de Alan Greenspan, nos últimos anos, à frente do FED.

Busca-se explicar sucintamente, através de um artigo de Greg Hahnsgen, de outubro de 2004 (Hahnsgen, 2004), a forma pela qual essa transmissão (política monetária – economia real) ocorre. Dentro dos diversos ângulos que podem ser analisados para demonstrar tais impactos, ele mostra que taxas de curto e longo prazo afetam diferentemente a economia e a taxa básica de juros americana (FFR – “Federal Fund Rates”). Segundo Hahnsgen (2004)

It is important to realize that in an endogenous-money world, it is always the other interest rates that adjust to the ffr, rather than vice-versa. The federal funds rate in an endogenous money world (all real economies) is targeted by the central bank. So, an incipient change in the ffr is always nipped in the bud by the central bank, unless the bank wishes to change deliberately the ffr. So, if the ffr should start to rise above (fall below) the central bank's target, the Fed purchases (sells) securities, causing a return to target. This means that all short rates are forced to adjust to the open-market rate, as set by the central bank. (Hahnsgen, 2004, pg. 21)

As taxas de curto prazo (até 06 meses) tendem a ter maior volatilidade, já que fazem parte do arcabouço especulativo dos investidores – através de operações de arbitragem. O FED, neste caso, tem poder de intervenção, pois através do lançamento de títulos com juros distintos equilibra a liquidez no mercado e acaba por equilibrar suas metas de juros.

Já no que diz respeito às taxas de longo prazo, o autor diz que elas são mais importantes que as de curto prazo – à economia em geral – já que impactam as decisões de investimento em bens de capital, e são menos suscetíveis às expectativas do mercado aberto. Dificilmente um investimento de longo prazo é financiado através de empréstimos no curto. A questão é que, para Hahnsgen, o melhor uso da política monetária – inclusive, em seu trabalho, há demonstrações empíricas a respeito de sua afirmação – deve ser como instrumento de estabilização mais do que um controle de aceleração ou desaceleração da economia em momentos de recessão ou inflação, respectivamente. Ou seja, controlando as emissões de títulos de acordo com a necessidade de liquidez (acompanhando a postura do mercado).

Sendo assim, numa mesma linha de pensamento, a estratégia de metas de juros determinada *ex ante*, por parte FOMC (Federal Open Market Committee) e sob aval do presidente do FED Alan Greenspan, foi alvo de análise por parte de alguns autores. L. Randall Wray (2004) aponta os possíveis problemas gerados pela política monetária nos EUA. As constantes elevações das taxas de juros eram justificadas como ação para controlar os níveis de preços que pareciam altos. O discurso do FED é de que a instituição busca chegar a um nível em que taxa de juros e inflação se “neutralizem”, uma espécie de ponto ótimo que, ao mesmo tempo em que controla os preços, não impede o crescimento econômico. Por isso mesmo é que o anúncio de pequenas e graduais elevações gerou uma série de críticas a respeito da ação. Na verdade, um momento histórico muito similar já havia ocorrido em 1994 e, à época, também fora criticado pelo autor. Esse paralelo mostra que a eficiência da política monetária acomodaticia não surtiu o efeito desejado 10 anos antes deste artigo de Wray. O FED justificava-se através de 6 princípios básicos em sua política, que eram: i) transparência; ii) gradualismo; iii) “ativismo”; iv) baixa inflação como objetivo único oficial; v) controle do restante das variáveis como objetivo implícito; vi) taxa neutra como instrumento da política para alcançar esses objetivos.

3.2.1. Princípios e Estratégias do FED e o “Novo Consenso” de Política Monetária

Segundo Wray, esses seis princípios fazem parte de uma política adotada pelo FED anteriormente, em 1994, quando as taxas de inflação começaram a apontar uma subida e fazem parte de uma estratégia que se estende a outros bancos centrais do mundo – daí o “novo consenso”.

O primeiro ponto, *transparência*, diz respeito à clareza dos discursos oficiais do FED e das metas a serem atingidas. Com isso, o mercado consegue planejar, dentro de um período por eles delimitado, como as taxas de juros variaram. Já *gradualismo*, o segundo princípio, é essa política de pequenas e constantes elevações (ou diminuições) nas metas da FFR. Novamente, isso assegura ao mercado que dificilmente haverá mudanças bruscas na política monetária e, junto do primeiro ponto, garantem que qualquer inflexão será previamente anunciada, e menos rígida. A articulação da política de aumentos graduais, inclusive, foi definida por Bernanke – ainda quando diretor do FED.

A política “ativista” está relacionada à participação e atuação do FED em quaisquer momentos de dúvida no mercado. Nas palavras de Wray:

These developments [transparência e gradualismo] have evolved against the backdrop of a long-term trend toward increased monetary policy *activism*, which contrasts markedly with Milton Friedman’s famous call for rules rather than discretion. Indeed, as I’ll show, the FED believes that a hyperactive policy increases credibility and that policy ought to be changed before any need for change becomes apparent. (Wray, 2004, p. 9)

A *taxa neutra* de juros, em seguida, está correlacionada com as posturas de *gradualismo* e *ativismo* e explica que o banco central movimentará a FFR em pequenas mudanças, o quanto for necessário, para buscar a “neutralidade” entre inflação e crescimento. Esta política soa conflitante para o autor, pois derruba a premissa de *transparência* no instante em que o a autoridade monetária estipula que fará o que for necessário em busca da neutralidade. Além disso, a dita “neutralidade” é algo incerto, pois só é comprovada empiricamente – ou seja, não se pode mensurar antecipadamente seu valor exato.

Por último, Wray aborda o controle da inflação como meta central das políticas monetárias. Independentemente da forma pela qual o processo inflacionário se desenvolve na economia, as políticas são voltadas para controle de qualquer motivo ascendente dos preços. Obviamente, os impactos desse tipo de postura afetam outras esferas de distribuição da renda, que, por mais que sejam observadas por parte das autoridades monetárias, não são explicitadas e justificadas nos discursos oficiais.

3.2.2. A Adoção das Taxas “Reais” e “Neutras” de Juros

A prática de não utilizar de metas de inflação, e sim do equilíbrio da taxa real de juros, foi feita pela primeira vez pelo próprio Greenspan em 1994 e retomada em 2003. A taxa real é calculada subtraindo a expectativa de inflação das taxas de juros nominais. Portanto, elas não são fruto de observações empíricas e sim de estudos e relatórios de expectativas do mercado. O próprio Greenspan assume, quando adota pela primeira vez a metodologia, que o equilíbrio “real” é algo que não pode ser estimado com “grande grau de confiança”

(Papadimitriou e Wray, 1994, pg.21). Quando Greenspan propôs a meta de taxa real pela primeira vez, ele queria utilizar a taxa de juros real (que se adequa, em parte, à idéia de equilíbrio da taxa de juros e de desemprego “naturais”), assumidamente dizendo que só pode ser estabelecida por aproximação, como um sinal de inflação futura. O FED deveria, portanto, ajustar a FFR a ponto de trazer a taxa real de juros a um nível não inflacionário.

Nesse segundo momento (2003) o banco central americano supôs que existe uma taxa “neutra” de juros e propõe uma flutuação gradual da FFR para buscar essa neutralidade. A diferença básica desse novo momento soa apenas como uma especificidade técnica, mas a antiga meta taxa real envolvia apenas mudanças na FFR e nas expectativas de mercado para mover a taxa real efetiva. Já a nova taxa “neutra” é uma suposição do FED, num valor arbitrado, e que pode ou não contemplar as expectativas anteriores. Assim, a “nova” proposta carrega consigo um determinado grau de incerteza e possibilidade de concluir sua eficácia *ex post*. Além disso, por mais que haja incerteza ao atingir a meta da taxa, quando atingida ela traz a certeza de sucesso da política. Com a adoção do antigo molde de taxa de juros não havia a possibilidade de acerto, pois as expectativas do mercado variavam constantemente. A taxa “neutra” de juros, portanto, parece ter bases mais sólidas do que a anterior pra se desenvolver, abandonando a idéia da década antecedente (Wray, 2004).

3.2.3. A Economia Americana nos Últimos Anos da Gestão Greenspan (2004-2005)

No *The American Economy* do “The Economist” (2005), ao término do longo período em que Alan Greenspan ficou a frente do FED, a discussão trazida era sobre qual a capacidade da economia americana em sustentar seu vertiginoso crescimento dos anos anteriores. O crescimento do consumo somado ao *boom* de produtividade na indústria, surpreendia quanto ao desempenho da economia. O texto já alertava, porém, sobre o recorde de vendas no setor imobiliário e sobre a diminuição da poupança privada. O setor imobiliário já estava sendo considerado como inserido em uma “bolha” de preços e mostrava que a possibilidade de uma futura queda (dos preços), graças à subida de juros, afetaria bastante o mercado em questão. À época, frente ao aquecimento exacerbado da economia, a política monetária parecia ainda longe da acomodação – a taxa de juros estava em 4% e, como já vimos, chegou a 5,25%. O próprio *Monetary Policy Report to the Congress*, de julho de 2005, mostra que o aquecimento do setor imobiliário, o aumento do emprego e as condições

favoráveis ao crédito, não permitiam uma postura acomodaticia por parte da política monetária, pois, do contrário, a expansão do consumo e os investimentos em habitação elevariam os níveis de preços. No setor de negócios, o aumento das vendas, o baixo custo do capital e os investimentos em tecnologias de ponta continuariam favorecendo aumentos de investimentos em capital (FED, 2005).

O período Greenspan, porém, além de deixar incertezas quanto às bases do crescimento econômico americano – que, inegavelmente, era vertiginoso -, deixou críticos preocupados com os caminhos em que instituições financeiras - pela liberdade de mensurar riscos e por deter uma gama abrangente de instrumentos financeiros pouco transparentes - estavam ganhando poder em esferas como, por exemplo, de crédito e consumo. A confiança do *Chairman* na efetividade das instituições conseguirem, por si só, administrar o risco de crédito já foi discutida neste trabalho. Porém, muito antes, e logo após seu mandato (ou seja, ano e meio antes da crise do mercado *subprime*), Chilcote (2006, p.4) afirma:

While Greenspan expresses confidence that the market will resolve any problems on its own, one lesson relearned from the disaster in New Orleans⁹ — about expecting the future to be similar to the recent past — is that prudence dictates anticipating events, however unlikely, and working to counteract any potential negative impact. Engineers had warned for years that the levees could break in a large storm. (...) Small incidents, such as a levee breaking, can trigger larger, more serious events, such as flooding. Faith in “resilience” may not get us through the next crisis. Decisive action to head off a future crisis in the credit derivatives market is needed. Standardizing trading documentation, imposing time limits for clearing transactions, mandating strict margin requirements, rewriting the bankruptcy code, requiring better public disclosure, and overseeing capital adequacy and loss reserves for institutions engaged in the credit derivatives market would be a good start.

O relevante neste tema é que o período em que Bernanke viria a assumir o FED, janeiro de 2006, envolvia um contexto de euforia ligado à incerteza quanto à sustentabilidade da economia, dada a alta de preços e aquecimento do crédito. As preocupações que traçavam os rumos da política monetária americana eram mais que justificadas e, de fato, como

⁹ Referindo-se às consequências do furacão Katrina, que passou por Nova Orleans, em agosto de 2005.

veremos, tiveram de ser refeitas no instante em que se viu a economia entrar em colapso graças a “bolha” gerada no setor imobiliário.

3.3. A Política Monetária do Período Bernanke (2006-2009)

Como o período desse trabalho abrange, basicamente, seis anos de análise de políticas do FED (2004-2009), dividiremos a fase de Bernanke como *Chairman* em dois momentos distintos: 2006-2007 e 2008-2009.

3.3.1. Bernanke e o Momento Pré-Crise (2006-2007)

O ano de 2006, o último da Era Greenspan, foi de relativa solidez para a economia americana. As previsões pessimistas se concentraram mais no campo das especulações e a avaliação final, na visão do governo, foi positiva. Com exceção da euforia dos mercados imobiliários e uma pequena queda na produção automobilística, o restante da economia permaneceu aquecida, mesmo com o fim da posição acomodaticia da política monetária e aumentos nas taxas de juros. As expectativas de inflação, para o governo, pareciam incertas. Por um lado, o potencial da indústria nacional para a produção poderia aumentar de forma mais acelerada do que o esperado - absorvendo mais produtores na economia – ou mesmo produzindo mais eficientemente e utilizando capacidade ociosa (que possuía margem para expansão). Neste caso, um aumento da oferta poderia reduzir a aceleração da inflação a níveis mais módicos do que o esperado. Por outro lado, a expansão da demanda mundial e obstáculos à produção poderia colocar em risco o preço da energia. Além do mais, a demanda de bens não energéticos e commodities aumentaria ainda mais os níveis de preços (FED, 2007).

Já no ano de 2007, todas as expectativas positivas de continuidade do crescimento econômico deram espaço para a apreensão que se consolidaria ao longo de 2008. Os impactos do mercado imobiliário e também no mercado financeiro, no que concerne o risco de crédito, trouxeram à tona a discussão sobre quais seriam os impactos dos problemas do mercado *subprime* à economia real. A queda acentuada no PIB do quarto semestre de 2007 era um reflexo da queda de produção no setor imobiliário. Porém, já no início de 2008, algumas

outras áreas sofriam os “tremores” que margeavam e se alastravam por outros setores da economia. A fuga da posse de ativos de risco começara a gerar a desconfiança no mercado e, conseqüentemente, como medida de proteção, levou à diminuição na liquidez corrente, aumento da volatilidade nos mercados financeiros e, também, no *spread* de crédito (aversão ao risco). A política monetária agiu rápido, dando “fôlego” ao mercado, ao iniciar a baixa da taxa de juros e aumentar a liquidez. Porém, o momento de incerteza não havia passado por completo e, ao início de 2008, o mercado ainda tentava digerir os fatos recém ocorridos no setor financeiro.

O posicionamento imediato do presidente do FED deve ser analisado. Bernanke teve seu início contestado pela pouca ação à frente do FED, mas sua resposta imediata nos momentos de incerteza trouxe mais prestígio à sua figura, tanto no meio acadêmico como também no mercado. Estudioso da “crise de 1929”, ele sabia que caso não houvesse uma mudança no modelo pouco interventor de política monetária, herança da gestão Greenspan, o país poderia entrar numa depressão sem precedentes. Passo a passo, portanto, o FED iniciou a tomada de medidas ativas para evitar que o risco sistêmico tomasse conta da economia. O objetivo das medidas era o de ordenar o funcionamento e manter os objetivos econômicos que, como ponto chave, significava manter o nível de emprego e a estabilidade de preços. Para isso, seriam adotadas duas frentes: a manutenção de liquidez no mercado, e busca das metas macroeconômicas através de ajustes na política monetária. Para o auxílio aos problemas no mercado de curto prazo, o FED tomou uma série de medidas pontuais. A primeira foi em agosto de 2007, com a diminuição da taxa de redesconto para empréstimos bancário em ½ por cento, mantendo o *spread* das taxas interbancárias entre bancos e FED em ½ por cento. Outra medida foi o incentivo aos bancos em tomar recursos do FED, via leilões de moeda, através de concessões de taxas e pagamentos facilitados a tomadores elegíveis (TAF - *Term Auction Facility*) (Bernanke, 2005). Com isso, a intenção era prover liquidez através de empréstimos bancários para proprietários de imóveis e empresas carentes de crédito. Os leilões de moeda, além do mais, fizeram parte do acordo de coordenação com outros BCs para a liquidez no mercado financeiro global.

Há ainda, no início de 2008, a discussão a respeito de estímulos fiscais nesse período – que, como o desfecho da crise mostrou, estava somente no começo – mas, para Bernanke, ciente da importância dessa medida conjunta (coordenação de política monetária e fiscal),

esse modelo ainda teria que ser bem estruturado para não gerar problemas posteriores. De acordo com Bernanke (2005, p.3)

I agree that fiscal action could be helpful in principle, as fiscal and monetary stimulus together may provide broader support for the economy than monetary policy actions alone. But the design and implementation of the fiscal program are critically important. A fiscal initiative at this juncture could prove quite counterproductive, if (for example) it provided economic stimulus at the wrong time or compromised fiscal discipline in the longer term.

3.3.2. A Crise Instaurada e seus Desfechos (2008-2009)

A contextualização da crise já foi apresentada no início deste trabalho (assim como o mapeamento dos discursos proferidos pelas autoridades do FED) e, portanto, cabe a este tópico analisar a postura do BC dos EUA, em termos de ações efetivas, conforme a crise foi tomando proporções cada vez maiores.

A insolvência dos principais bancos de investimentos do país e a incapacidade das empresas de hipoteca em arcar com suas responsabilidades sacramentou o peso em que a crise teve (ou teria) na economia norte-americana e, agora, mais que nunca, mundial. Coube ao FED tomar uma série de medidas no segundo semestre de 2008 para resgatar o mercado financeiro e dar suporte ao fornecimento de crédito para empresários e proprietários de imóveis. Em setembro, após a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, a necessidade de liquidez agora se encontrava, também, no mercado de títulos comerciais (*commercial paper*). Em novembro, a ação do FED se estendia mais ainda ao setor imobiliário, através de geração – com recursos próprios – de garantias ao setor. Dentro das dezenas de medidas tomadas pelo FED, todas na busca pela facilitação de crédito e garantias aos setores mais importantes da economia, o que se via, à época, é que acompanhando o desespero geral, que era o da crise tomar proporções ainda maiores, foi necessária uma mobilização por parte do Congresso americano para fazer concessões ao Banco Central e ao Tesouro. Afinal, o dinheiro que era levantado para resgate dessas empresas, privadas ou não, saía dos cofres públicos e, dentro da legislação americana, precisava do aval dos deputados e senadores do país. Essa notável expansão nos gastos do governo, com possibilidades de aumento maior – dependendo do resultado das operações no mercado aberto (afinal, agora, os

cofres públicos possuíam uma grande quantidade de ativos privados, comprados para resgate de algumas instituições) - seria um dos motivos de temor dos economistas mais pessimistas em relação à crise. O resultado, até agora, porém, tem sido satisfatório.

As medidas, em geral, foram bem assimiladas pelo mercado e, possivelmente, diminuíram parte das perdas que poderiam decorrer de uma crise sistêmica. O primeiro semestre de 2009, mesmo assim, trouxe péssimos resultados. Somente com os resultados do segundo trimestre é que pode se notar que a crise, por mais que não tenha acabado, estava mais amena.

Visto que a crise era inevitável (desde 2007), e assumindo que o momento mais delicado já se passou (fim de 2008 e começo de 2009), em meados de 2009, o FED julgava que as políticas de resgate ao mercado foram cruciais para que a economia sobrevivesse à tamanha turbulência. De acordo com o *Monetary Policy Report to the Congress*, de julho de 2009

These policy actions, and ones previously taken, have helped stabilize a number of financial markets and, in some cases, have led to significant improvements. In recent months, strains in short-term funding markets have eased, with some credit spreads in those markets returning close to pre-crisis levels. The narrowing in spreads likely reflects, in part, a decrease in the probability that market participants assign to extremely adverse outcomes for the economy in light of the apparent moderation in the rate of economic contraction. Global equity prices have recouped some of their earlier declines, and measures of volatility in equity and other financial markets have retreated somewhat, though they remain at elevated levels. Issuance in some securitization markets that were essentially shut down earlier has begun to increase (...) despite these notable improvements, strains remain in most financial markets, many financial institutions face the possibility of significant additional losses, and the flow of credit to some businesses and households remains constrained (FED,2009, p.2).

3.4. O Conflito entre o “Saber Convencional” e as Políticas de Resgate à Economia Norte-Americana

O “saber convencional” é uma terminologia utilizada globalmente para descrever idéias ou explicações que, em geral, são aceitas como verdade por grande parcela do público e *experts* dentro de algum ramo específico. No campo da economia, esse termo foi creditado a

Galbraith (John Kenneth Galbraith) em seu livro “A Sociedade Afluente” (*The Affluent Society*), de 1958. O ponto é que, em economia, assim como muitas outras acepções, o termo ficou intimamente ligado a adoção de políticas ortodoxas, que por terem sido usadas em um maior número de oportunidades, carregam consigo o *status* de verdade incondicional. O ponto que este trabalho tenta levantar é que por mais usual ou bem sucedida que tais políticas se mostrem, ou tenham se mostrado, em momentos de incerteza o mercado age de forma imprevisível e, muitas vezes, derruba conceitos e teorias ditas como absolutas.

Até a crise dos EUA de 2007 havia um consenso entre os defensores das políticas monetárias, constituindo o “saber convencional”, de que o fim do ciclo de crescimento é natural, dado que tendem a corrigir os níveis de preços de bens e ativos financeiros valorizados. Isso, porém, não foi motivo justificado na crise do *subprime* dos EUA. Algumas peculiaridades desse momento de dificuldade financeira mostram o porquê. Ao fim de 2005 segundo o FMI (2006), o total do volume de ativos financeiros chegou a 3,7 vezes do PIB mundial. Já o total do volume de contratos derivativos era ainda maior que o volume de ativos financeiros, significando aproximadamente 11 vezes o PIB global. Além disso, a adoção da política de juros baixos de Greenspan – prevalecente desde meados dos anos 1990 – incentivava os agentes do mercado financeiro e diminuía, paulatinamente, o risco embutido no valor dos ativos. Sendo assim, dadas as conseqüências da expansão do mercado de ativos financeiros, a premissa de liberdade e auto-regulação veio por água abaixo no momento em que, graças à má avaliação dos riscos, a “correção” de preços dos ativos interferiu não somente mercado específico, mas também além da esfera financeira. Em setembro de 2007, em uma entrevista concedida, exatamente no período em que a crise do *subprime* começava - como que parecendo uma ironia que destino viria a aplicar - Greenspan diz:

O mundo do capitalismo global é mais flexível, resistente, aberto, autocorretivo e adaptável do que antes. O controle dos governos sobre a vida diária dos cidadãos diminuiu, as forças do mercado substituíram alguns poderes que estavam nas mãos do estado e várias barreiras que impunham limites ao empreendedorismo foram eliminadas. Veja o caso da economia americana. Sua maior força é a resiliência proporcionada pela desregulação dos mercados financeiros e por uma maior flexibilidade dos mercados de trabalho. E, mais recentemente, pelos grandes avanços da tecnologia da informação. Esses avanços vão ficar. (AITH, 2007)

O que se viu, porém, foi que a necessidade de intervenção era inadiável, e as políticas adotadas por Bernanke são a prova disso. Caso a “correção” dos preços dos ativos se desse de forma livre, fatalmente parte das grandes empresas americanas não sobreviveria, afetando no emprego, a renda e o consumo da maior economia do mundo. De forma geral, o sentido das medidas adotadas até o início de 2009 reafirmou o modelo atual de financiamento residencial americano e impediu os “excessos” cometidos nos últimos anos. Algumas das principais características do mercado creditício são conservadas: os estreitos laços com os mercados de capitais e a centralidade das operações de securitização para o funcionamento do sistema. Como aponta Bernanke (2008c), o suporte do Estado mostrou-se importante para que a crise desse sistema de financiamento não fosse ainda mais profunda

Fannie Mae and Freddie Mac continued to produce and sell significant quantities of mortgage-backed securities to secondary-market investors throughout the period of turmoil. Their ability to continue to securitize when private firms could not did not appear to result from superior business models or management. Instead, investors remained willing to accept GSE [*Government-Sponsored Enterprise*] mortgage-backed securities because they continued to believe that the government stood behind them. That experience suggests that, at least under the most stressed conditions, some form of government backstop may be necessary to ensure continued securitization of mortgages (Bernanke 2008c, p.8)

O contraste das duas visões (Greenspan x Bernanke), analisado num momento posterior e com os rumos da economia mais definidos e claros, mostra que a crise proporcionou uma inversão nos valores dentro das medidas adotadas pelos presidentes do FED, tanto na esfera de intervenção como também nos discursos. O “saber convencional” foi apresentado como o motivo de diversos momentos de ascensão da política econômica, porém no mais duro golpe sofrido nas últimas décadas mostrou-se frágil e insustentável, sem capacidade para restabelecer bases sólidas à economia americana e mundial.

3.5. Desfechos da Crise: Algumas Lições sobre a Liberalização Financeira e Ausência de “Governo Forte”

O último tópico desse capítulo traz uma crítica bastante pertinente feita, mais uma vez, pelo economista L. Randall Wray (2009). Para Wray o “governo forte” (*Big Government*) e as recomendações keynesianas sempre retomam as “rédeas” da política econômica quando necessário. Há de se alertar, em contrapartida, que o caminho ao qual este governo ativo está

tomando pode ser o errado. Wray alerta, numa espécie de carta direta ao presidente Barack Obama, que, ao invés de minimizar a força do mercado financeiro americano, o governo está, nas mãos do Tesouro, preservando as ações e os interesses tomados em Wall Street. As preocupações em relação ao estímulo fiscal, que geram receio ao governo, dado o aumento nos gastos do Estado, devem, também, ser minimizadas na visão do autor.

3.5.1. Políticas no Curto e Longo-Prazo

Ao “governo forte”, no período de turbulência, cabem medidas para serem tomadas em grandes proporções e de forma imediata. Evocando o princípio minskyano de “estabilizar é desestabilizar” – aonde Minsky diz que a estabilidade dá a liberdade aos agentes do mercado para assumirem posições financeiras mais frágeis – Wray assume que caso as políticas de curto-prazo não se estendam ao médio e longo, o risco de retornar a um período de euforia, e, assim, gerar uma nova crise, é grande. Das medidas tomadas até então, o autor concorda com algumas e nega fortemente outras: injeção de liquidez, diminuição da carga tributária, estímulo fiscal e auxílio aos proprietários com dificuldade são pontos essenciais para o autor, no curto prazo. Em contrapartida, ele critica duramente o auxílio do Tesouro às instituições financeiras privadas e, em particular, à árdua tentativa do secretário do Tesouro em dar assistência aos “poderosos de Wall Street”.

A relevância, porém, deve ser dada às políticas intervencionistas de longo prazo. São estas que trariam a retomada do crescimento e da sustentabilidade da economia norte-americana. Política “verde”, desoneração da folha de pagamentos, assistência às esferas menores de governo (estados e municípios), diminuição da desigualdade, investimentos em saúde, gastos em infraestrutura, reforma financeira e geração de emprego, são motivos levantados para o médio e longo prazo – um tanto óbvios, de fato – que, porém, geram a discussão sobre a capacidade de se arcar, ou não, com tamanho déficit gerado pelo “governo forte”. Inflação, “*crowding-out*” de investimentos e insolvência são os fatores principais que geram tal desconfiança.

A pressão inflacionária pode decorrer de diferentes fontes: excesso de demanda, preço de commodities, gargalos de produção, pressão de salários, composição da demanda, etc. Mas a preocupação, no que concerne o gasto público, é a de que acabe tendo um estímulo da demanda acima da capacidade da indústria suprir (Wray, 2009, p. 21). Essa preocupação,

porém, não faz jus ao momento atual de crise, na opinião do autor. No momento em que a economia retomar seu rumo de crescimento, basta que o gasto público estímulo fiscal esteja nivelado para dar solução ao problema de excesso de demanda.

Já o “*crowding-out*” de investimentos ocorre, basicamente, nas áreas ligadas a pesquisa e às áreas financeiras (principalmente crédito). Por mais que as ações do “governo forte” assumam as forças que o mercado privado exerce, a participação do setor privado na economia faz parte do processo “saudável” de competição. Assim, nas áreas de pesquisa e no setor financeiro, o “*crowding-out*” de investimentos pode influir na capacidade de mão de obra qualificada, no primeiro, e na área de investimentos e crédito do setor privado, no segundo. Assim, a concorrência na esfera financeira traz competição aos níveis de juros e o governo tende sempre a estar favorecido devido a possibilidade de inserir *spreads* menores. O setor público deve, sim, aumentar sua participação no mercado, mas permitindo a concorrência e a participação dos agentes privados.

Por último, a idéia de que o governo americano, como emissor da moeda-chave da economia, não pode tornar-se insolvente, em determinados períodos, faz-se verdadeira. Nas palavras de Wray

While analogies to household budgets are often made, these [hipótese de emissor de moeda-chave] are completely erroneous. I do not know any households that can issue Treasury coins or Federal Reserve notes, though some try occasionally (counterfeiting, but that is risky business). To be sure, government does not really spend by direct issues of coined nickels. Rather, it spends by crediting bank accounts. It taxes by debiting them. When its credits to bank accounts exceed its debits to them, we call the difference a budget deficit. The accounting and operating procedures adopted by the Treasury, the Fed, special deposit banks, and regular banks are complex, but they do not change the principle: government spending is accomplished by crediting bank accounts. Government spending can be too big (beyond full employment), it can misdirect resources, and it can be wasteful or undesirable, but it cannot lead to insolvency. (Wray, 2009, pg.24)

Portanto, a preocupação em relação a insolvência é plausível e, devido a isso, o governo deve impor limites aos níveis de gastos que irá efetuar. A conclusão é o governo pode arcar somente com investimentos que gerem receita em sua moeda corrente, fazendo jus a teoria de emissor da moeda-chave.

Conclusão

Este trabalho teve por objetivo levantar os principais aspectos da evolução da política monetária norte-americana no período de 2004-2009, seja através das manifestações dos “*Chairmen*” do FED, seja pelos discursos proferidos por seus diretores – que possuem grande parcela de influência nas medidas adotadas. Tendo essas informações, traçamos um paralelo entre o discurso e a prática da política monetária, do o ápice do poder financeiro (final da Era Greenspan) até crise (atual).

Para isso, tentamos fazer um recorte em três frentes que possam dar embasamento à nossa suposição: i) a contextualização da crise; ii) a exposição dos discursos do FED; iii) e a evolução da política monetária.

A contextualização entra como passo inicial da monografia, pois exalta a dramaticidade do período para a economia mundial e dá uma visão mais ampla do impacto da crise não só nos EUA – que, no caso, foram o epicentro da desestabilização – mas também do restante das economias desenvolvidas.

Os EUA passaram por um momento de superaquecimento do mercado imobiliário, que gerou uma alta de preços insustentável. O histórico cultural de concessão de crédito e alto consumo, inserido por um mercado altamente líquido, fruto de liberdades – ou melhor, desregulação – recém instauradas no setor financeiro, trouxeram a possibilidade de um novo público (*subprime*) deter imóveis próprios com pagamentos assumindo dívidas no longo prazo. Isto porque a garantia de investimento rentável parecia clara, a ponto de valer o risco de reajustes de taxas no curto-prazo.

Inserido neste cenário, como vimos no primeiro capítulo, a falha no processo de troca de informações, soa como uma justificativa plausível à visão convencional. O que se pode observar, em contrapartida, é que ao longo de todo processo em que se desencadeou a crise (desde 2004) o BC acompanha de perto os números e indícios de desestabilização do setor imobiliário, inicialmente, e, depois, do mercado financeiro como um todo. O possível equívoco parece estar muito mais nas próprias expectativas que a instituição detinha, ou na escolha da política monetária acomodativa, do que propriamente no processo de troca de informações. Obviamente, havia uma confiabilidade maior do que se deveria nas agências de *rating* e, também, na capacidade do mercado em evitar riscos de tamanha escala. Assumir que

o FED estava alheio a todo este processo, porém, parece um pouco exagerado ou uma saída que o BC usou para se omitir das proporções que a crise tomou.

Os discursos de Greenspan, em 2004 e 2005, relevam aspectos importantes da evolução de dois dos problemas apresentados acima. O aumento das dívidas com hipoteca já era motivo de preocupação e a discussão a respeito da transferência de risco e instrumentos derivativos eram abordados como motivos de sustentabilidade ao sistema financeiro, apesar de apontar as ressalvas e riscos que estes instrumentos incorporam. A defesa das explicações relativas ao movimento de alta nos preços do mercado imobiliário, nas palavras de Greenspan (2005b), soava com naturalidade, evitando avaliações precipitadas. Mas, de fato, Bernanke assume o FED num cenário alterado do mercado e que inspira cuidados para os anos seguintes.

O tema “intervenção” chega como tema presente ao FED junto com o período Bernanke, de acordo com o que pudemos avaliar nos discursos. A preocupação com risco sistêmico e a possibilidade do Estado auxiliar no setor financeiro é mostrado como solução em momentos delicados, mas explicita também a possibilidade de risco moral dos agentes de mercado. Por isso, pela dificuldade de se achar um equilíbrio entre “assistencialismo ao mercado” e o risco moral, o FED acabava pregando medidas que remediavam ao invés de prevenirem em suas políticas ativas nos momentos de crise. A eficiência dos instrumentos financeiros de proteção aos riscos são usados, também, em 2006, como solução aos riscos de mercado.

O que notamos, portanto, é que até 2007, o tom otimista prevalece dentro dos discursos do FED – no caso, em nossa retrospectiva do segundo capítulo, na voz de Bernanke. O auxílio do BC para resgate de instituições privadas é tema abordado com cuidado. Assim, como o texto em que Kohn (2006) toca neste assunto pela primeira vez, o risco moral é uma preocupação iminente, pois não se pode nem estimular mais as práticas do mercado financeiro que vinham sendo assumidas, assim como há de se acalmar o mercado quanto à possibilidade de extensão dos problemas no setor imobiliário. A fragilidade do sistema já era notável, mas era passada como limitada.

As primeiras medidas de atuação do FED começam em setembro de 2007. Neste instante, o discurso já não podia mais ser otimista e as dificuldades deveriam ser combatidas diretamente. O tópico 2.6. deste trabalho relata, pontualmente, quais foram. Os instrumentos utilizados não chegavam a ser inéditos, mas mostravam uma mudança de postura muito forte dentro das políticas estabelecidas pelo FED, até então. Se tomarmos em conta que Greenspan

era um entusiasta do livre mercado e que, em questão de dois a três anos após sua saída da presidência do BC, Bernanke adotava medidas de estatização de empresas privadas do setor financeiro e injetava capital diretamente em grandes seguradoras, como *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, notamos a radicalização das políticas em um curto espaço de tempo. A participação ativa do Tesouro norte-americano é outro ponto de destaque e inovador do momento. Além disso, o campo de ação ainda se ampliava ao acesso direto à facilidade, para as famílias inadimplentes, mostrando que as ações do governo não se restringiram ao mercado financeiro, mas também ao campo social.

Um dos pontos interessantes do capítulo 2 é mostrar a ação coordenada no campo econômico do governo norte-americano, abdicando totalmente das ações do livre mercado para ajuste da desestabilização. Visto os problemas regulatórios acumulados, não cabia ao governo “se vender” diante da situação e acreditar, novamente, que algum mecanismo “natural” ajustaria os problemas correntes. Quanto a isso, concluo que a idéia de desenvolver a retomada dos discursos, mostrando posturas, medidas e expectativas do FED tenham dado uma boa base para o desenvolvimento da discussão do papel do banco central neste momento tão peculiar de crise. As abordagens e variedades dos discursos permitem ver as diferentes preocupações assumidas e os caminhos, a cada passo, das mudanças que vieram a ocorrer.

Por último, o capítulo 3 completa os argumentos estabelecidos pelas figuras oficiais do FED e mostra como, na prática, as ações se efetivaram na crise, gerando impactos positivos, negativos ou neutros para o país, e como foi a avaliação por parte de alguns críticos à época. Os artigos de Wray são os que melhor abordam as discussões em torno das posições do FED, no período Greenspan, em relação ao “saber convencional” e o novo consenso em torno das políticas monetárias assumidas nos principais países. A similaridade entre a política monetária americana de 1994 e 2003 e a teoria do “Governo Forte” constitui ponto-chave para o comparativo e a crítica do autor em relação aos possíveis desdobramentos sobre a economia real. Os pontos que Wray (2009) traz uma série de soluções que parecem bem plausíveis, mas não necessariamente aplicáveis devido à gama extensa de ações a serem tomadas. Ao mesmo tempo, ao saber que algumas das medidas já estão em andamento na política governamental (neste caso, além das medidas em política monetária), prova-se que o alinhamento entre posição crítica, políticas heterodoxas e governo estão mais próximos do que em períodos anteriores (e pouco distantes) - como o do presidente do FED, Alan Greenspan.

Acredito, por fim, que os objetivos tenham sido traçados e comprovados ao término deste trabalho. Pontos fortes, e embasados em discurso oficiais, comprovam que há uma

distinção ao longo dos últimos anos entre os discursos e práticas, conforme a economia foi mudando de rumo ao longo do processo de evolução da crise econômica de 2007. Isso, portanto, nos mostra que em tempos de dificuldades econômicas a tendência, no caso dos EUA, foi de mudança nas políticas macroeconômicas a fim de readequar os desequilíbrios causados pela ação do mercado livre.

Referências Bibliográficas

AITH, Márcio (2007) “As Memórias do Sr. Capitalismo” Revista Veja – Entrevista, Edição 2026, de 19 de setembro de 2007.

Disponível em: <http://veja.abril.com.br/190907/p_104.shtml>

BERNANKE, B. S. (2004): “Monetary Policy Modeling: Where are We and Where Should We Be Going?” In: *Federal Reserve Board Models and Monetary Policy Conference*, Washington D.C., Março/2004

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040327/default.htm>>

----- **(2005)** “The Economic Outlook” In: *Finance Committee Luncheon of the Executives’ Club of Chicago*, Chicago, Março/2005

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050308/default.htm>>

----- **(2007a)** “The Subprime Mortgage Market” In: *Federal Reserve Bank of Chicago’s 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition*, Chicago, Maio/2007

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070517a.htm>>

----- **(2007b)** “The Recent Financial Turmoil and its Economic and Policy Consequence” In: *Economic Club of New York*, New York, Outubro/2007

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20071015a.htm>>

----- **(2008a)** “Policy Coordination Among Central Banks” In: *Fifth European Central Banking Conference, The Euro at Ten: Lessons and Challenges*, Frankfurt, Novembro de 2008

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081214a.htm>>

----- **(2008b)** “Federal Reserve Policies in the Financial Crisis” In: *Greater Austin Chamber of Commerce*, Texas, Dezembro/2008

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081201a.htm>>

----- **(2008c)** “The Future of Mortgage Finance in the United States” In: *UC Berkeley/UCLA Symposium: The Mortgage Meltdown, the Economy, and Public Policy*, California, Outubro/2008

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081031a.htm>>

BRAGA, J.C. (1998) “Financeirização Global - O Padrão Sistêmico de Riqueza do Capitalismo Contemporâneo” In: TAVARES, M.C. e FIORI, J.L. (Orgs.) *Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização*, Petrópolis: Ed. Vozes, 1998

CARVALHO, F. (2005) “Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos Acordos da Basileia”, In: SOBREIRA, R. (Org.) *Regulação Financeira e Bancária*, São Paulo: Atlas, 2005.

CHILCOTE, Edward (2006) “Credit Derivatives and Financial Fragility” - *The Levy Economics Institute*, Policy Note, No. 01, Janeiro/2006

DIMARTINO, Danielle; DUCA, John V. (2007) “The Rise and Fall of Subprime Mortgages” In: *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Letter*, No. 11, v.2, Dallas, 2007

Disponível em: <<http://www.dallasfed.org/research/eclett/2007/el0711.html>>

DUKE, Elizabeth A. (2009) “Stabilizing the Housing Market: Next Steps” In: *Global Association of Risk Professionals’ Risk Management Convention*, New York, Fevereiro/2006

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/duke20090211a.htm>>

FISCHER, Stanley (2008) “Concluding Comments” In: *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas, 2008

FEDERAL RESERVE (2005) “Monetary Policy Report to the Congress”, Publicação Semestral no sítio da Instituição, Julho/2005

Disponível em: <www.federalreserve.gov>

----- (2007) “Monetary Policy Report to the Congress”, Publicação Semestral no sítio da Instituição, Fevereiro/2007

Disponível em: <www.federalreserve.gov>

----- (2008) “Monetary Policy Report to the Congress”, Publicação Semestral no sítio da Instituição. Julho/2008

----- (2009) “Monetary Policy Report to the Congress”, Publicação Semestral no sítio da Instituição. Julho/2009

GREENSPAN, Alan (2004a) “Risk and Uncertainty in Monetary Policy” In: *Meeting of the American Economic Association*, Califórnia, Janeiro/2004

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040103/default.htm#f1>>

----- (2004b) “The Mortgage Market and the Consumer Debt” In: *America’s Community Bankers Annual Convention*, Washington D.C., Outubro/2004

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041019/default.htm>>

----- (2005) “Risk Transfer and Financial Stability” In: *Federal Reserve Bank of Chicago Forty-First Annual Conference on Bank Structure*, Illinois, Maio/2005

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050505/default.htm>>

----- (2005b) “Mortgage Banking” In: *American Bankers Association Annual Convention*, California, Setembro/2005

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200509262/default.htm>>

HANNSGEN, Greg (2004) “The Transmission Mechanism Of Monetary Policy: The Critical Review” *The Levy Economics Institute*, Working Paper, No. 412, 2004

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2006) “World Economic Outlook – Financial Systems and Economic Cycles”, Washington D.C., Setembro/2008.

Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/pdf/c1.pdf>>

----- (2007) “Global Financial Stability Report”, Washington D.C., Abril/2007.

KOHL, Donald L. (2006) “The Evolving Nature of The Financial System: Financial Crises and The Role of the Central Bank” In: *Conference of New Directions for Understanding Systemic Risk*, New York, Maio/2006

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20060518a.htm>>

----- (2009) “Interactions Between Monetary and Fiscal Policy in the Current Situation” In: *Conference on Monetary-Fiscal Policy Interactions, Expectation, and Dynamics in the Current Economic Crisis*, New Jersey, Maio/2009

Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20090523a.htm>>

KREGEL, J. (2008) “Minsky’s Cushions of Safety – Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market” *The Levy Economics Institute*, Public Policy Brief, No. 93, Janeiro/2008

MAZZUCHELLI, F. (2008) “A Crise em Perspectiva: 1929 e 2008” In: *Novos estud. CEBRAP*, No.82, 2008

NOORD, Paul Van Den (2006) “Are House Prices Nearing a Peak? A Probit Analysis for 17 OECD countries” In: *OCDE Economics Department*, Working Paper No. 488, 2006

PAPADIMITRIOU, Dimitri B.; WRAY, L. Randall (1994) “Monetary Policy Uncovered: Flying Blind - The Federal Reserve’s Experiment with Unobservables” *The Levy Economics Institute*, Public Policy Brief No. 15, 1994

PEREIRA, José Maria (2006) “Gestão do Risco Operacional: Uma Avaliação do Novo Acordo de Capitais – Basileia II” In: *Revista Contemporânea de Contabilidade*, Ano 03, No. 06, v. 1, Pg. 103-124, Jul/Dez, 2006.

TAYLOR, John B. (2007) “Housing Construction and Monetary Policy” In: *Symposium: Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas, Jackson Hole, Kansas, 2007

THE ECONOMIST (2005) “Can America keep it up?” – In: *The Economist*, Dezembro/2005

Disponível em: <http://www.economist.com/agenda/displaystory.cfm?story_id=E1_VPNDSGD>

UNCTAD (2009) “Global Economic Crisis: Implications for Trade and Development” In: *Report by The UNCTAD Secretariat*, Geneva, Maio/2009

Disponível em: <http://www.unctad.org/en/docs/cicrp1_en.pdf>

WRAY, L. Randall (2004) “The FED and The New Monetary Consensus – The Case For Rate Hikes, Part Two” *The Levy Economics Institute*, Public Policy Brief, No. 90, 2004

----- (2009) “The Return of Big Government – Policy Advice for President Obama” *The Levy Economics Institute*, Public Policy Brief, No. 99, 2009