

O Fed antes da crise: erros de percepção ou de concepção? análise das atas do FOMC e de falas de Greenspan e de Bernanke de 2001 a 2007 *

Daniel Nicolau Ferrara **
Carlos Eduardo Carvalho ***

Resumo

O artigo discute as percepções do Federal Reserve – Fed – nos anos de formação da bolha imobiliária para avaliar se o BC norte-americano subestimou os riscos ou preferiu conviver com eles. No rescaldo das crises de 2001-2002, o Fed considerava o consumo e o mercado imobiliário forças importantes para a recuperação econômica. A partir de 2003-2004, membros do Federal Open Market Committee – FOMC – passaram a mostrar preocupação com os riscos dos processos em curso no mercado imobiliário e com os efeitos de uma possível reversão da política monetária expansionista sobre os preços dos imóveis, mas daí não resultou a adoção de iniciativas firmes para conter o que se revelaria uma bolha especulativa de grandes proporções. A leniência do Fed pode ser atribuída à crença na resiliência do sistema financeiro diante de crises, à confiança na condução pragmática da política monetária orientada pelo *risk management approach* e à convicção de que um BC não deve adotar medidas especiais para conter a formação de bolhas especulativas. O artigo analisa as atas das reuniões do FOMC de 2001 a 2007 e alguns pronunciamentos dos presidentes do Fed, naqueles anos, Greenspan e Bernanke, de modo a compreender as percepções do Fed diante dos processos em curso. A análise de atas e pronunciamentos se justifica porque a comunicação com o mercado se tornara instrumento relevante para o Fed na execução da política monetária desde os anos 1990.

Palavras-chave: Federal Reserve; Política monetária 2001-2007; Risk management approach.

Abstract

The FED before the crisis: perception errors or conception errors? analysis of FOMC minutes and Bernanke and Greenspan's statements from 2001 to 2007

The article discusses the perceptions of the Fed in the years preceding the formation of the housing bubble to assess whether there was underestimation of risk or choice to live with them. In the aftermath of the crises of 2001-2002, Fed used to acknowledge consumption and housing market to be important forces in the economic recovery. From 2003-2004, the FOMC members were concerned about the speculative behavior in housing market and the effects the reversal of the expansionary monetary policy

* Trabalho recebido em 22 de novembro de 2012 e aprovado em 15 de maio de 2014. Versão ampliada e revista de parte da dissertação de Mestrado de Daniel Nicolau Ferrara, de mesmo título, defendida no Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP, sob orientação do Professor Carlos Eduardo Carvalho. Agradecemos os comentários, críticas e sugestões de Maryse Farhi, Patrícia Cunha, Olívia Bullio e de dois pareceristas anônimos de *Economia e Sociedade*.

** Mestre em Economia pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP), São Paulo, SP, Brasil. E-mail: daniel.ferrara@gmail.com; <http://lattes.cnpq.br/9414745672247927>.

*** Professor do Departamento de Economia da PUC/SP e do Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais San Tiago Dantas (Unesp-Unicamp-PUC/SP). E-mail: cecarv@uol.com.br, <http://lattes.cnpq.br/4531178739960001>.

would have on property prices and on consumption, but, in spite of this perception, the FED did not adopt any initiative to contain what would prove to be a bubble of huge proportions. The Fed's action to combat these threats was restrained by the belief in the strength of the deregulated financial system, by pragmatic confidence in the conduct of monetary policy guided by the risk management approach and the belief that the Central Bank should not act against the formation of bubbles. The article reviews the minutes of the FOMC and some pronouncements of the presidents of the Fed during the period, Greenspan and Bernanke, in order to understand the perceptions of the Fed on the ongoing process. The review of the FOMC's minutes and speeches are justified because the communication with the market has become a relevant instrument of Fed's monetary policy actions since the 1990s.

Key-words: Federal Reserve; Monetary policy 2001-2007; Risk management approach.

JEL E58, E52, G21, G28.

Introdução

A condução da política monetária pelo Federal Reserve System – Fed –, o Banco Central dos EUA, entre 2001 e 2007 é questão de grande relevância para o entendimento da formação da bolha imobiliária e das condições que desembocaram na grave crise financeira internacional. Questiona-se em que medida o Fed subestimou os riscos dos processos em curso por não ter compreendido sua gravidade ou se os percebeu e preferiu não agir com firmeza para detê-los, ao menos para limitar a gravidade do que poderia ocorrer.

A atuação do Fed deve ser analisada à luz das concepções teóricas então predominantes. Apesar de discordarem sobre a adoção de regras para a política monetária, Greenspan e Bernanke, presidentes do Fed no período, concordavam que o BC não deveria agir para conter a formação de uma bolha, já que a ação discricionária não teria eficácia para tanto. Greenspan entendia que o BC opera sempre diante de elevado grau de incerteza sobre os processos em curso na economia, do que decorre a conduta conhecida como *risk management approach*, ou seja, entender as fontes dos riscos e incertezas e avaliar os custos decorrentes, o que supõe dose considerável de discricionariedade na política monetária. Bernanke era adepto de regras mais claras de atuação do BC, mas as diferenças não deram lugar a mudanças nas orientações seguidas, em especial quanto à conveniência de o BC atuar contra uma bolha de preços de ativos e quanto à sua capacidade de fazê-lo de forma eficiente. Para os dois, a autoridade monetária deveria concentrar-se em conter efeitos contracionistas que surgissem do estouro da bolha (*benign neglect*). Nesse enfoque, entende-se que, por mais pesados que fossem os efeitos de um ajuste deflacionário, seriam menos danosos que a tentativa de evitar ou conter uma bolha por meio de uma política monetária restritiva que poderia levar a uma desnecessária contração generalizada da atividade econômica.

A análise deve considerar também o quadro de alta liquidez e integração financeira internacional em que os preços dos ativos são fortemente influenciados pela arbitragem rápida e contínua pelos agentes entre diversos mercados, domésticos

e estrangeiros, inclusive interbancários (Cintra, 2003), aumentando a importância das forças de mercado e das expectativas na formação da taxa de juros. Na percepção do Fed, esse quadro tornou mais difícil alcançar os objetivos definidos pelo Federal Open Market Committee (FOMC), o colegiado encarregado de conduzir a política monetária.

Uma das respostas do Fed a esses processos foi a atribuição de grande relevância à comunicação para coordenar expectativas e aumentar a eficácia da política monetária. No início dos anos 1990, o Fed passou a anunciar uma meta de variação para a *fed funds rate* e a ajustar a oferta e a demanda por reservas por meio de operações diárias no mercado aberto. Em 1995, foram adotados procedimentos para melhorar a comunicação com os mercados: além da divulgação das decisões do FOMC, passou a ser emitido um comunicado sempre que o FOMC modificava a meta para a taxa de juros de curto prazo. A partir de 2002, o FOMC começa a divulgar, no segundo dia das reuniões ordinárias, o objetivo definido para a taxa básica de juros e um comentário sobre as condições correntes e futuras da atividade econômica.

As declarações do Fed passaram a ser analisadas como indicadores relevantes das decisões futuras sobre as taxas de juros:

A condução da política monetária de curto prazo recebe diretrizes de um colegiado (FOMC) que delibera uma vez por mês. Os comunicados do FOMC são amplamente debatidos e criticados pela imprensa, pela comunidade financeira, pelo governo, pelos grupos de pressão e pelos meios acadêmicos. O desempenho da política monetária é avaliado por uma comissão especializada do Congresso que, duas vezes ao ano, sabatina o presidente do Federal Reserve. Tudo isso constitui o aproveitamento de um método em que a credibilidade das autoridades monetárias se forja, se preserva e se corrige pelo próprio procedimento deliberativo, fora de qualquer norma predefinida (Aglietta, 1995 apud Cintra, 2003, p. 257).

A relevância atribuída pelo Fed à comunicação justifica a utilização das atas do FOMC e de pronunciamentos de Alan Greenspan e Ben Bernanke como indicadores relevantes das percepções que orientaram as decisões do Fed no período. Os membros do FOMC e o presidente do Fed têm consciência de que suas falas repercutirão entre os agentes econômicos e influenciarão a eficácia da política monetária. Além disso, o registro e a divulgação dos pronunciamentos nas reuniões do FOMC permitem a aferição posterior dos posicionamentos e influenciam na reputação de seus membros. É correto, portanto, assumir que as posições assumidas nas reuniões e pronunciamentos públicos são indicadores fidedignos das avaliações e percepções correntes no alto escalão do Fed.

O objetivo do trabalho é identificar e analisar essas avaliações e percepções e sua influência nas decisões tomadas pelo Fed. Para isso, a terceira seção apresenta a análise das atas das 59 reuniões do FOMC de 2001 a 2007 e de alguns

pronunciamentos selecionados de Greenspan e de Bernanke. A análise das atas sugeriu a delimitação de sete subperíodos, de 2001 a 2007. Para cada um deles, foi elaborado um quadro-resumo das avaliações do FOMC sobre cinco grupos de indicadores relevantes: nível de atividade; mercado de trabalho; inflação; investimento não residencial e residencial, inclusive mercado imobiliário; e consumo. Cada quadro traz também o chamado “balanço de risco”, em que o FOMC indica, a cada reunião, sua percepção sobre se há risco maior para a estabilidade de preços ou para o nível de atividade, os dois elementos que compõem seu duplo mandato. A apresentação dos quadros é ilustrada pela transcrição de trechos relevantes das atas e de pronunciamentos do presidente do Fed.

Antes disso, a primeira seção revê concepções teóricas que orientaram a ação de Greenspan e Bernanke, *risk management approach* e *constrained discretion*, de grande influência na atuação de ambos, e ressalta a concordância básica entre eles sobre como enfrentar uma bolha em formação, que se revelou mais forte que as diferenças sobre a condução da política monetária. A segunda seção discute o contexto econômico da época com ênfase nas avaliações sobre os efeitos da desregulamentação financeira das décadas anteriores, que, supostamente, teriam dotado os mercados de elevada capacidade de resistência a movimentos especulativos e a riscos de crises graves, crença que ajuda a explicar a conduta do Fed. Por fim, depois da apresentação da análise das atas e dos pronunciamentos na terceira seção, são apresentadas as notas finais e algumas conclusões.

1 Regras e discricionariedade para Greenspan e Bernanke: diferenças teóricas e leniência comum diante da bolha

A orientação geral da política monetária do Fed foi mantida durante o período em análise apesar da mudança na presidência em janeiro de 2006. As concepções teóricas que predominaram no Fed, no período de formação da bolha, com Greenspan e com Bernanke, podem ser avaliadas pela ótica do debate sobre discricionariedade ou regras para a política monetária.

A adoção de uma regra condiciona a política monetária ao cumprimento de uma meta. Essa pode ser do tipo monetarista, uma taxa de crescimento para um agregado monetário que já não é utilizada ou uma meta para a inflação:

O discricionarismo ou o ativismo monetário consiste na livre utilização dos instrumentos de que dispõe a autoridade monetária. Assim, a autoridade monetária não se compromete a alcançar objetivos preestabelecidos, reservando-se a prerrogativa de determinar a condução da política monetária em função do estado corrente da economia. Em oposição, a política monetária pode ser conduzida por uma regra fixa [...] que condicione a utilização dos instrumentos de política monetária a objetivos preestabelecidos. E, portanto, não altera a trajetória dos instrumentos em função do estado corrente da economia (Modenesi, 2005, p. 43).

Alan Greenspan presidiu o Fed de agosto de 1987 a janeiro de 2006, período em que a condução da política monetária foi caracterizada por discricionariedade e flexibilidade. O estilo de condução da política monetária ficou conhecido como “padrão Greenspan” (Blinder; Reis, 2005): ajustes da taxa de juros em resposta a acontecimentos e a dados da conjuntura, que ele acompanhava detalhadamente.

Ao invés de adotar regras, Greenspan conduziu a política monetária segundo uma abordagem denominada por ele de *risk management approach*: entender, da melhor forma, as diversas fontes de risco e de incerteza com que se deparam os responsáveis pela política monetária e, quando possível, quantificar os riscos e avaliar os custos associados a cada uma (Greenspan, 2004a). A abordagem do *risk management approach*, da forma como aplicada à condução da política monetária por Greenspan, nega, de fato, a adoção de regras fixas:

Some critics have argued that [the Fed’s] approach to policy is too undisciplined – judgmental, seemingly discretionary, and difficult to explain. The Federal Reserve should, some conclude, attempt to be more formal in its operations by tying its actions solely to the prescription of a formal policy rule. That any approach along these lines would lead to an improvement in economic performance, however, is highly doubtful (Greenspan, 2003b, p. 5).

Para defender sua posição, Greenspan argumenta que a economia está em constante mudança, o que exige maior flexibilidade e capacidade de adaptação da autoridade monetária. Tal interpretação não significa comportamento errático na determinação da taxa de juros, uma vez que a discricionariedade é exercida em linha com o duplo mandato do Fed (Greenspan, 2004b):

The economic world [...] is best described by a structure whose parameters are continuously changing. The channels of monetary policy, consequently, are changing in tandem. An ongoing challenge for the Federal Reserve [...] is to operate in a way that does not depend on a fixed economic structure based on historically average coefficients (Greenspan, 2004a, p. 38).

Para Greenspan, a experiência no Fed deixou claro que a incerteza desempenha papel crucial na determinação da política monetária. A incerteza engloba tanto acontecimentos sem uma probabilidade de ocorrência conhecida – “*Knighitian uncertainty*” – quanto acontecimentos que têm sua incerteza estimada por uma distribuição de probabilidade de ocorrência conhecida, o que deve ser considerado como risco. Adicionalmente, não é possível estabelecer o tipo de incerteza no momento em que está em curso, de tal maneira que é mais adequado pensar em um espectro que varia de riscos bem definidos até riscos inteiramente desconhecidos. A consequência desse entendimento é que a condução da política monetária nos EUA passou a incluir elementos de gerenciamento de risco:

In pursuing a risk-management approach to policy, we must confront the fact that only a limited number of risks can be quantified with any confidence. And

even these risks are generally quantifiable only if we accept the assumption that the future will, at least in some important respects, resemble the past. Policymakers often have to act, or choose not to act, even though we may not fully understand the full range of possible outcomes, let alone each possible outcome's likelihood. As a result, risk management often involves significant judgment as we evaluate the risks of different events and the probability that our actions will alter those risks. For such judgment, policymakers have needed to reach beyond models to broader – though less mathematically precise – hypotheses about how the world works (Greenspan, 2004a, p. 7).

Ben Bernanke assumiu a presidência do Fed em fevereiro de 2006 e não promoveu mudanças na condução da política monetária. No discurso de posse, defendeu a política monetária dos anos anteriores como vencedora, por ter atingido seus objetivos, e enfatizou que pretendia mantê-la:

[...] the Federal Reserve [...] has found that the successful conduct of monetary policy requires painstaking examination of a broad range of economic and financial data, careful consideration of the implications of those data for the likely path of the economy and inflation, and prudent judgment regarding the effects of alternative courses of policy action on prospects for achieving our macroeconomic objectives. In that process, economic models can provide valuable guidance to policymakers [...]. But any model is by necessity a simplification of the real world, and sufficient data are seldom available to measure even the basic relationships with precision. Monetary policymakers must therefore strike a difficult balance [...], including myriad global influences, at play in a dynamic modern economy like that of the United States. Amid significant uncertainty, we must formulate a view of the most likely course of the economy under a given policy approach while giving due weight to the potential risks and associated costs to the economy should those judgments turn out to be wrong. [...] the approach to policy that I have just outlined was standard operating procedure under the highly successful leadership of Chairman Greenspan. As I indicated to the Congress during my confirmation hearing, my intention is to maintain continuity with this and the other practices of the Federal Reserve in the Greenspan era. I believe that, with this approach, the Federal Reserve will continue to contribute to the sound performance of the U.S. economy in the years to come (Bernanke, 2006, p. 4).

A adesão à “linha Greenspan” pode ter sido facilitada por um entendimento muito próximo ao de seu antecessor sobre a extensão em que as regras de política monetária devem prevalecer sobre a conduta discricionária diante dos desafios colocados a um BC.

Em trabalhos acadêmicos anteriores, Bernanke (1999) defendera a ineficácia da política monetária no longo prazo e a importância da estabilidade de preços para o funcionamento do sistema econômico, bem como a adoção de regras explícitas

para a política monetária em um regime de metas de inflação, regime nunca adotado por Greenspan. Ainda assim, para ele (Bernanke, 2003), todos os regimes de política monetária são discricionários em alguma medida ou em graus distintos. No regime de metas de inflação, a discricionariedade operaria nos limites determinados pelos objetivos da política monetária, previamente explicitados, abordagem denominada de “*constrained discretion*”:

Constrained discretion attempts to strike a balance between the inflexibility of strict policy rules and the potential lack of discipline and structure inherent in unfettered policymaker discretion. Under constrained discretion, the central bank is free to do its best to stabilize output and employment in the face of short-run disturbances, with the appropriate caution born of our imperfect knowledge of the economy and of the effects of policy (this is the “discretion” part of constrained discretion). However, a crucial proviso is that, in conducting stabilization policy, the central bank must also maintain a strong commitment to keeping inflation - and, hence, public expectations of inflation - firmly under control (the “constrained” part of constrained discretion). Because monetary policy influences inflation with a lag, keeping inflation under control may require the central bank to anticipate future movements in inflation and move preemptively. Hence constrained discretion is an inherently forward-looking policy approach (Bernanke, 2003, p. 2).

Apesar da discordância teórica quanto à adoção de regras para a condução da política monetária, Greenspan (2002c) e Bernanke (2002) concordavam que o BC não deve agir para evitar ou amenizar a formação de uma bolha ou o risco de estar ocorrendo algo desse tipo, posto que, diante de tais situações, a ação discricionária não tem eficácia e, portanto, não é conveniente. A melhor ação da autoridade monetária será sempre mitigar os efeitos contracionistas do possível estouro da bolha e facilitar a transição da economia para a nova fase de expansão¹:

It is by no means evident to us that we currently have - or will be able to find - a measure of equity premiums or related indicators that convincingly presage an emerging bubble. Short of such a measure, I find it difficult to conceive of an adequate degree of central bank certainty to justify the scale of preemptive tightening that would likely be necessary to neutralize a bubble (Greenspan, 2002c, p. 7).

Cabe ao BC, então, a ação reativa para sanar efeitos contracionistas do ajuste deflacionário provocado pelo estouro da bolha, posição denominada de *benign neglect* (Bernanke, 2002). Nesse enfoque, entende-se que, por mais pesados que sejam os efeitos de um ajuste deflacionário, ele é menos danoso que a tentativa de evitar uma bolha com uma política monetária restritiva que poderia levar todos os

(1) Vale destacar a complexidade do debate sobre a ação de um BC diante de uma bolha de ativos. Bordo e Jeanne (2002) e Cecchetti (2000, 2003) defendem atuação mais ativa da autoridade monetária.

setores da economia a uma desnecessária contração generalizada da atividade econômica.

2 Desregulamentação e mudança tecnológica no sistema financeiro

O arcabouço regulatório do sistema financeiro estruturado no pós-guerra começou a ser desmontado na década de 1970. O processo de desregulamentação consistiu na retirada das barreiras regulatórias que impediam a concorrência entre produtos, instituições e mercados. Livres das amarras, os bancos passaram a oferecer serviços diversos e se transformaram em supermercados financeiros:

As inovações financeiras e tecnológicas aprofundaram a “desintermediação” na década de 70, estimulando o desenvolvimento dos fundos mútuos do mercado monetário [...]. Enquanto as inovações foram transformando, o sistema financeiro, os legisladores e órgãos reguladores foram desmantelando os controles quantitativos que constituíam uma das principais características do mercado americano. [...] Em 1980, o Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act extinguiu a *Regulation Q*, que regulamentava os tetos sobre as taxas de juros nos depósitos das instituições depositárias [...]. O Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act (1994) eliminou as restrições geográficas às filiais interestaduais [...], facultando aos bancos a possibilidade de formar uma rede nacional de filiais em todos os estados [...]. A aprovação do Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act (1999) consolidou a expansão dos grandes bancos comerciais para as atividades típicas de bancos de investimentos, negociação de *securities*, administração de ativos e operação no mercado de seguros mediante a formação de uma holding financeira [...]. Enfim, as barreiras geográficas e de produtos foram varridas. Os grandes bancos comerciais americanos estenderam suas atividades para além dos tradicionais empréstimos bancários, passando a administrar fundos mútuos e oferecer serviços de gestão de ativos através de seus departamentos. Buscaram ainda escapar das regras prudenciais, promovendo a securitização dos créditos. Para enfrentar a concorrência, os bancos reivindicaram e foram se transformando em supermercados financeiros, terminando com a separação das funções entre os bancos comerciais e de investimentos, imposta pelo Glass-Steagall Act (1933) (Braga; Cintra, 2004, p. 261-263).

O avanço tecnológico foi outro fator a impulsionar as mudanças no ambiente financeiro após 1970 (Rajan, 2005). Os avanços tecnológicos reduziram os custos de comunicação e computação, assim como os custos de aquisição, processamento e armazenamento de dados, o que alterou aspectos muito relevantes das transações financeiras. Por exemplo, no processo de crédito, os dados disponíveis sobre indivíduos e firmas – histórico de inadimplência, balanços – podem ser obtidos de fontes centralizadas, o que aumentou a disponibilidade de informações e eliminou a necessidade de acompanhamento presencial do devedor pelas companhias

tomadoras de recursos. Adicionalmente, essas informações passaram a ser processadas de forma automática, o que reduziu os custos de análise.

Os avanços tecnológicos possibilitaram o surgimento de novas técnicas de engenharia financeira, de otimização de portfólio e de securitização, além de modelos de *credit scoring* (atribuição de risco de crédito a cada tomador), que passaram a ser amplamente utilizados. Para Greenspan (2002a), as novas técnicas computacionais e a maior disponibilidade de informação ampliaram as possibilidades de quantificar os riscos associados a cada carteira e aumentaram a relevância do profissional de risco na análise e concessão de crédito.

O ambiente desregulamentado e modificado pelas novas tecnologias de análise conduziu a modificações no sistema de incentivos dos gestores do capital privado. A antiga forma de remuneração, baseada em salários fixos elevados, foi substituída pela remuneração com base nos resultados. Para estimular a busca por investimentos cada vez mais rentáveis, a compensação do gestor passou a ser vinculada aos retornos das aplicações, especialmente em comparação com os concorrentes, o que incentivou dois tipos de comportamentos que se revelariam muito perigosos, o *tail risk* e o mimetismo.

Tail risk (ou risco de cauda, em referência à cauda da distribuição de probabilidade de um determinado evento) é a expressão utilizada para designar riscos que podem provocar consequências muito severas, mas que têm baixa probabilidade de ocorrência e elevada remuneração potencial. O comportamento mimético é a tendência do gestor de adotar a mesma estratégia de investimento do concorrente como um seguro contra o risco de obter desempenho inferior ao seu grupo de comparação.

As transformações descritas acima demonstram as características de um sistema financeiro em que os riscos, apesar de aparentemente melhor gerenciados, assumiram formas ainda pouco conhecidas pelos participantes do mercado e pelas autoridades monetárias e reguladoras:

Taken together, these trends suggest that even though there are far more participants today able to absorb risk, the financial risks that are being created by the system are indeed greater. And even though there should theoretically be a diversity of opinion and actions by participants, and greater capacity to absorb the risk, competition and compensation may induce more correlation in behavior than desirable. While it is hard to be categorical about anything as complex as the modern financial system, it is possible that these developments may create more financial-sector-induced procyclicality than in the past. They also may create a greater (albeit still small) probability of a catastrophic meltdown (Rajan, 2005, p. 318).

Na percepção do Fed, contudo, as mudanças ocorridas a partir de 1970 teriam dotado a economia dos EUA de maior flexibilidade, fator-chave para

compreender a resiliência observada nas crises recentes². Assim, Greenspan argumenta que:

The success of that strategy in the United States confirmed, by the 1980s, the earlier views that a loosening of regulatory restraint on business would improve the flexibility of our economy. Flexibility implies a faster response to shocks and a correspondingly greater ability to absorb their downside consequences and to recover from their aftermath. [...] there was a growing recognition [...] that a market economy could best withstand and recover from shocks when provided maximum flexibility (Greenspan, 2004b, p. 2).

Para o Fed, as consequências do processo de desregulamentação sobre o setor financeiro, em conjunto com as novas tecnologias de informação, foram de singular importância. Melhores técnicas de gerenciamento de risco, desenvolvimento de produtos derivativos e securitização permitiriam a expansão do setor, financiando um maior volume de negócios com melhor gerenciamento de riscos. Esses fatores teriam reduzido a magnitude das oscilações cíclicas.

O aprendizado dos grandes bancos comerciais na avaliação de seus riscos teria contribuído para reduzir a magnitude das oscilações das atividades bancárias. Nas palavras de Greenspan:

[...] better risk management and the associated quantification have the real potential for reducing the wide attitudinal swings that are associated with the historical cyclical pattern in bank credit availability [...]. Formal procedures for quantifying credit risk as an integral part of the operational loan process imply - and in the long run, virtually ensure - a process for recognizing, pricing, and managing risk. Risk quantification should lead to tighter controls and assigned responsibilities. The risk effects of lending officers' decisions can be recognized in a more timely fashion, thus reducing the cyclical attitudinal swings in banking (Greenspan, 2002d, p. 3).

O desenvolvimento de produtos financeiros complexos, em especial os derivativos, também teria contribuído para aumentar a resiliência do sistema financeiro. Avanços na precificação de opções e outros produtos derivativos, em conjunto com melhorias nas tecnologias computacionais e de comunicação, teriam reduzido os custos e expandido as oportunidades de proteção (*hedging risk*) contra riscos que não eram mitigados nas décadas anteriores. Adicionalmente, o risco de crédito da contraparte, combinado ao uso de instrumentos derivativos e de colaterais, teria contribuído para o desenvolvimento de um sistema financeiro mais flexível e resiliente (Greenspan, 2002a).

(2) Como a crise do Sudeste Asiático (1997), da Rússia e do Long-Term Capital Management (LTCM) em 1998, as crises cambiais na América-Latina nos anos 1990, a quebra da bolsa NASDAQ em 2000-2001, os atentados de 11 de setembro de 2001 e os escândalos corporativos envolvendo fraudes contábeis.

A visão de que os novos produtos financeiros auxiliavam na mitigação dos riscos estimulava a convicção de que era desnecessário ampliar a regulação, inclusive para os derivativos *over the counter* (OTC). A convicção de que apenas profissionais do setor financeiro atuam em tais mercados dispensaria a proteção necessária a investidores não especializados e tornaria a regulação até mesmo prejudicial, pois limitaria os efeitos benéficos que a atuação de profissionais especializados poderia trazer para o desenvolvimento dos mercados. Tal convicção tem como premissa a defesa de um ambiente competitivo em que a busca por retornos superiores aos normais supõe a posse de informações não disponíveis ao restante do mercado. Por isso, obrigar os participantes dos mercados OTC a divulgar suas informações poderia limitar o processo criativo nesses mercados (Greenspan, 2002a)

A eclosão da crise suscitou o debate sobre o papel dos bancos centrais na supervisão e regulação do sistema financeiro. Segundo Levine (2010), parte da responsabilidade pela crise financeira global recaí em falhas na governança da regulação financeira: autoridades responsáveis tinham conhecimento da existência dos problemas e mantiveram políticas desestabilizadoras:

The financial crisis was not simply the result of too little regulatory power, unclear lines of regulatory authority, or the unpredictable consequence of massive, unsustainable capital flows in conjunction with toxic financial innovations. All of these were contributing factors. But, they are incomplete explanations of the collapse of the global financial system. A systemic failure of financial regulation contributed to the crisis. The major financial regulatory agencies repeatedly designed, implemented, and maintained policies that increased the fragility of the financial system and the inefficient allocation of capital. The financial policy apparatus maintained these policies even as they learned that their policies were distorting the flow of credit toward questionable ends. They had plenty of time to assess the impact of their policies and adapt, but they frequently failed to change their policies. Thus, the institutions responsible for maintaining the safety and soundness of the global financial system made systematic mistakes. Thus, a comprehensively effective financial reform package must address the systemic failure of the governance of financial regulation – the system associated with evaluating, enacting, and implementing financial policies (Levine, 2010, p. 11).

No caso do Fed, Levine (2010) aponta, como exemplo, a decisão tomada em 1996 de permitir que bancos usassem *credit default swaps* – CDS – para reduzir suas reservas de capital e manter essa autorização nos anos de formação da bolha, apesar das evidências dos problemas em curso:

In the light of this decision, banks used CDS to reduce capital and invest in more lucrative, albeit more risky, assets. For example, a bank with a typical portfolio of \$10 billion of commercial loans could reduce its capital reserves

against these assets from about \$800 million to under \$200 million by purchasing CDS for a small fee (TETT, 2009, p. 64). The CDS market boomed following the Fed decision. By 2007, the largest US commercial banks had purchased \$7.9 trillion in CDS protection, and, at a broader level, the overall CDS market reached a notional value of \$62 trillion in 2007 according to Barth et al. (2009). There were, however, serious problems associated with allowing banks to reduce their capital via CDS. Given the active trading of CDS, it was sometimes difficult to identify the actual counterparty legally responsible for compensating a bank if an “insured” security failed. Furthermore, some bank counterparties developed massive exposures to CDS risk [...] (Levine, 2010, p. 5).

E prossegue Levine:

The Fed was aware of the growing danger to the safety and soundness of the banking system from CDS. For instance, Tett (2009, p. 157-163) recounts how Timothy Geithner, then President of the New York Federal Reserve Bank, became concerned in 2004 about the lack of information on CDS and the growing counterparty risk facing banks. Barth et al. (2009) demonstrates through the use of internal Fed documents that it knew by 2004 of the growing problems associated with subprime mortgage-related assets, on which many CDS were written. Indeed, the FBI publicly warned in 2004 of an epidemic of fraud in subprime lending. In terms of the sellers of CDS, detailed accounts by Lewis (2009) and McDonald (2009) illustrate the Fed’s awareness by 2006 of AIG’s growing fragility and the corresponding exposure of commercial banks to CDS counterparty risk [...]. Why didn’t the Fed adjust in 2004 as it learned of the opaque nature of the CDS market and as the FBI warned of the fraudulent practices associated with the issuance of the subprime mortgages underlying many CDS securities, or in 2006 as information became available about the fragility of AIG, or in 2007 when hedge funds warned the Fed, the Treasury and G8 delegates about the growing fragility of commercial banks (TETT, 2009, p. 160-3)? Why didn’t the Fed prohibit banks from reducing regulatory capital via CDS until the Fed had confidence in the financial viability of those selling CDS to banks? The Fed’s decision to maintain its regulatory stance toward CDS was neither a failure of information nor a shortage of regulatory power (Levine, 2010, p. 5-6).

Outro fator apontado para reforçar a resiliência da economia seria o processo de securitização. Havia a crença de que a dispersão dos riscos poderia reduzir o efeito cascata em caso de inadimplência do credor original:

The development of our paradigms for containing risk has emphasized, and will, of necessity, continue to emphasize dispersion of risk to those willings, and presumably able, to bear it. If risk is properly dispersed, shocks to the overall economic system will be better absorbed and less likely to create cascading failures that could threaten financial stability (Greenspan, 2002b, p. 1).

Uma visão crítica desse processo está em Braga e Cintra:

O agente que procura fazer hedge passa o risco para frente, mas o risco em si não deixa de existir. O agente que assumiu tenta se proteger através de operações semelhantes, formando uma extensa rede de transações. Enfim, o risco não é destruído, mas meramente espalhado em todas as direções (Braga; Cintra, 2004, p. 277).

A resiliência da economia americana a crises passou a ser tida como muito forte após o impacto modesto das fortes turbulências do final dos anos 1990 e início dos anos 2000, em especial a quebra da bolsa NASDAQ em 2000-2001. Foi marcante que, apesar do estouro “da maior bolha da história”, com redução do valor de ativos financeiros em nada menos que US\$ 8 trilhões, não tenha ocorrido falência de bancos comerciais e de investimento (Blinder; Reis, 2005). Mesmo os atentados de 11 de setembro de 2001 não tiveram efeito prolongado sobre o setor financeiro. Acontecimentos de tal magnitude teriam potencial de conduzir a economia a processos recessivos profundos, o que não ocorreu (Greenspan, 2002c).

Anos depois, analisando a crise do subprime, Greenspan (2010) reconheceu que estava enganado sobre a eficácia dos processos e instrumentos aos quais atribuía a resiliência da economia dos EUA e que seriam capazes de evitar crises financeiras graves.

3 O Fed de 2001 a 2007: percepções e avaliação de risco

As atas das reuniões do Federal Open Market Committee – FOMC – são fonte importante para conhecer as avaliações do Fed sobre o quadro econômico e sobre as percepções que orientam as decisões de política monetária, pois registram as avaliações de seus membros, inclusive diferenças de entendimento entre eles. As reuniões ordinárias do FOMC ocorrem oito vezes ao ano. Reuniões extraordinárias e teleconferências são realizadas conforme a necessidade. A divulgação detalhada das discussões é parte da relevância atribuída pelo Fed à comunicação com os mercados, da mesma forma que pronunciamentos de seu presidente e de membros do FOMC.

As atas trazem análises de um conjunto abrangente de indicadores macroeconômicos – agrupados por nós em cinco grupos de indicadores ou macrossetores: atividade econômica; mercado de trabalho; inflação; investimento (residencial e não residencial); e consumo – e apresentam também o “balanço de risco”, no final da ata, no qual o FOMC indica se o fator preponderante para a decisão sobre a taxa de juros foi a tendência da inflação ou a perspectiva para a atividade econômica.

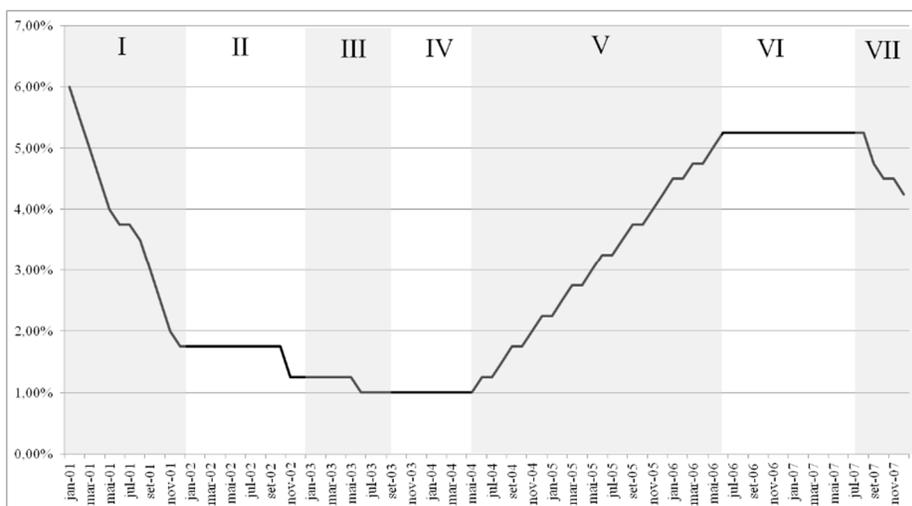
Pela análise das atas, dividimos os anos 2001-2007 em sete períodos, indicados no Gráfico 1, junto com a taxa básica de juros, o Fed Funds. A delimitação dos períodos foi feita não apenas por mudanças na taxa de juros do Fed (períodos I,

V, VI e VII), mas também por mudanças tidas como significativas nas percepções do Fed sobre a situação corrente e as perspectivas da inflação e da atividade econômica. Foi o que ocorreu de janeiro de 2002 a maio de 2004, o que levou à divisão desse intervalo em três períodos distintos, apesar de ter havido apenas dois cortes de juros básicos nesses mais de dois anos.

Para cada período, foi montado um quadro-resumo das atas, destacando os cinco setores e o balanço de risco. Os quadros-resumos são uma síntese das percepções do FOMC sobre os setores em cada período, o que inclui a análise das atas de diversas reuniões de forma a evidenciar os elementos comuns que dão unidade a cada período destacado.

Nos comentários sobre cada período, além de referências aos quadros-resumos, transcrevemos trechos relevantes das atas e de pronunciamentos do presidente do Fed no Congresso.

Gráfico 1
Divisão dos períodos e evolução da taxa básica de juros (Fed Funds)
janeiro de 2001 a dezembro de 2007



Fonte dos dados primários: Federal Reserve System. Elaboração dos autores.

Período I: janeiro a dezembro de 2001

O ano de 2001 marcou um ponto de inflexão. Entre janeiro e agosto, o Fed reduziu a taxa básica de 6,0% a.a. para 3,5% a.a., até então o nível mais baixo desde o início de 1994, e acentuou a redução na sequência do atentado de 11/09 até 1,75% em dezembro, o menor nível em quarenta anos.

O Quadro 1 resume as atas do FOMC ao longo de todo o ano. Antes do atentado, o Fed considerava negativa a situação da atividade econômica, e o principal

fator recessivo era o investimento não residencial, que passava pelo processo de ajuste de excesso de estoque de capital construído na década de 1990. Por outro lado, o consumo de bens duráveis e os investimentos residenciais apresentavam desempenho satisfatório, compensando, ao menos em parte, o efeito negativo da queda dos investimentos sobre a atividade. Nesse ambiente, com a percepção de que a inflação não representava uma ameaça, o Fed efetuou os cortes na taxa básica de juros, apontando que o risco de queda da atividade econômica era maior que o risco de inflação.

Quadro 1

Quadro-resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA
janeiro de 2001 a dezembro de 2001

Atividade econômica – Negativa <ul style="list-style-type: none">● Atividade econômica fraca.○ Processo de ajuste no estoque de capital● Perspectiva de recuperação da atividade no final de 2001 e no decorrer de 2002.○ Estímulo da política monetária e fiscal expansionista○ Fim do processo de ajuste de estoque de capital
Mercado de trabalho – Negativo <ul style="list-style-type: none">● Baixa demanda por mão de obra refletida no aumento do índice de desemprego.○ O setor manufatureiro é o mais debilitado
Inflação – Positiva <ul style="list-style-type: none">● A leitura da inflação corrente e prospectiva é positiva devido a:<ul style="list-style-type: none">○ Fraca atividade econômica○ Capacidade instalada ociosa○ Mercado de trabalho negativo○ Produtividade crescente
Investimento não residencial – Negativo <ul style="list-style-type: none">● Queda no Investimento, principalmente em equipamentos e <i>software</i>.○ Processo de ajuste de excesso de estoque de capital○ Deterioração das expectativas de lucro e condições futuras● Perspectiva de recuperação após término do ajuste de excesso de estoque de capital. Investimento residencial – Positivo <ul style="list-style-type: none">● Mercado imobiliário impulsionado.○ Disponibilidade de crédito○ Baixas taxas de financiamento hipotecário
Consumo – Positivo <ul style="list-style-type: none">● Consumo com ganhos moderados, mesmo em ambiente recessivo.○ Aumento da renda disponível○ Disponibilidade de crédito a taxas reduzidas<ul style="list-style-type: none">▪ Impulsiona os bens de consumo duráveis● Perspectiva de desaceleração do consumo.○ Declínio da confiança do consumidor associado ao aumento do desemprego○ Efeito negativo da queda no valor das ações sobre a renda○ Elevado nível de endividamento do consumidor
Balanco de Risco <p>A percepção de risco de desaceleração da atividade econômica permanece em todo o período.</p>

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração dos autores.

Os membros do FOMC reconheciam que o consumo apresentava uma dinâmica diferenciada. Nas recessões anteriores, o consumo fora o primeiro componente da demanda agregada a apresentar redução, com a crise ainda em estágio inicial. No ano de 2001, porém, o consumo de bens e serviços manteve-se elevado mesmo com a redução da confiança e da renda causada pela queda no valor das ações e com a fraqueza do mercado de trabalho, compensadas pelos pacotes de estímulo fiscal e pelos ganhos de capital derivados da valorização dos imóveis.

Por outro lado, o FOMC indicava que a continuidade da queda nos preços das ações e na renda do trabalho poderiam restringir a expansão do consumo nos meses seguintes.

Cabe observar, ainda, que o bom desempenho do consumo devia-se, em grande parte, aos bens duráveis, produtos cujo consumo é correlacionado com a disponibilidade de crédito. O bom desempenho do investimento residencial era impulsionado pelos juros baixos do financiamento hipotecário.

Foi considerado importante pelo FED, o papel do crédito no impulso ao consumo de bens duráveis e também dos baixos níveis das taxas de financiamento hipotecário que, além de impulsionar o mercado de construção residencial, também permitia extração da renda pelo refinanciamento hipotecário:

[...] Low mortgage interest rates not only sustained high levels of new home construction but also allowed households to refinance mortgages and extract equity from homes to pay down other debts or to increase spending (Federal Reserve Monetary Policy Report, 2002).

Os membros do FOMC destacaram ainda que, apesar da queda do investimento não residencial, o investimento residencial apresentava bom desempenho, o que também foi apontado como fator distintivo dessa etapa do ciclo de recuperação, conforme a ata de agosto de 2001:

Homebuilding generally had remained robust in recent months, as relatively low mortgage interest rates continued to offset weakness in employment and incomes and the negative effects of declining stock market wealth (Federal Reserve Board, 2001).

Com os ataques de 11 de setembro de 2001, a política monetária foi direcionada, em um primeiro momento, para enfrentar outros desafios. Imediatamente após o ataque, o principal objetivo foi prover as condições necessárias para garantir a continuidade do funcionamento do sistema financeiro. Para isso, o Fed forneceu grande quantidade de liquidez por meio da janela de redesconto e continuou reduzindo a taxa básica de juros nas reuniões que se seguiram no ano. Greenspan, ao testemunhar para o Congresso, em fevereiro de 2002, analisando o ano de 2001, indicou que alguns setores demonstravam sinais de estabilização, o que trazia “esperança” de que a fase crítica do ajuste havia passado.

Os ataques de 11 de setembro modificaram essa impressão. A acentuada queda no índice de confiança de empresários e de consumidores aumentou a percepção de que mais reduções na taxa básica seriam necessárias:

Adding to the intense forces weighing on asset prices and economic activity before September 11 were new sources of uncertainty that began to press down on global demand for goods and services [...]. In the immediate aftermath of the strikes, the Federal Reserve engaged in aggressive action to counter the effects of the shock on payment systems and financial markets. We provided a huge volume of reserves through open market operations, the discount window, and other means to facilitate the functioning of the financial system. We worked closely with many market participants, industry groups, and other government officials on a broad range of financial infrastructure problems that needed to be resolved quickly and in the common interest (Greenspan, 2002e).

Nos três últimos meses do ano de referência, a continuidade no processo de redução buscava limitar o efeito de uma queda ainda mais acentuada das expectativas sobre o investimento e o consumo. As percepções dos membros do FOMC permaneceram as mesmas com a diferença de que as informações sobre os componentes da demanda estavam sujeitas a maior incerteza, o que dava espaço para a possibilidade de retração dos investimentos e contração do consumo.

Período II: janeiro a dezembro de 2002

No início de 2002, o FOMC encerrou os cortes na taxa básica de juros. Nos dezenove meses seguintes, houve apenas dois cortes: em novembro de 2002 e em junho de 2003, de 50 e de 25 pontos-base, respectivamente. Após esses cortes, os juros só voltariam a subir em junho de 2004.

Em janeiro de 2002, os membros do FOMC sinalizaram que a economia já estava em recuperação, apesar da grande incerteza sobre essa afirmação. A retomada do investimento em capital fixo, restringido pelo processo de ajuste de estoque de capital, foi constantemente citada como fator fundamental para a recuperação futura. Assim, indicadores de que esse processo de ajuste estaria em vias de se encerrar, em conjunto com a continuidade da expansão do consumo e do mercado imobiliário, sustentaram as avaliações positivas do Comitê entre janeiro e agosto de 2002. Um indicador dessa mudança de percepção foi a resolução de alterar o balanço de risco, em março, de risco de redução da atividade para neutro. Contudo, a boa perspectiva foi revertida no segundo semestre do ano com indicadores mais fracos do que os inicialmente projetados, o que levou o Comitê a alterar novamente o balanço de risco de neutro para risco de desaceleração da atividade no mês de agosto.

Vale destacar que o consumo apresentou bom desempenho até o mês de setembro, principalmente o consumo de bens duráveis impulsionado pela

disponibilidade de crédito; mas o Comitê projetava que essa expansão seria moderada nos próximos períodos, com menor confiança do consumidor e redução da riqueza decorrente da queda no valor das ações.

Em novembro, com o único corte de 50 pontos-base na taxa de juros desde o ano anterior, o FOMC destacou a desaceleração do consumo, que vinha sendo o fator fundamental da recuperação até então, enquanto o investimento em capital fixo não havia se recuperado como imaginado no início do ano. Por fim, havia dúvidas sobre por quanto tempo os consumidores seriam capazes de continuar extraindo renda da valorização dos imóveis:

In their review of developments and prospects in key expenditure sectors of the economy, members noted that consumer spending appeared to have decelerated since midsummer, while an anticipated and hopefully compensating strengthening in business investment had not yet materialized. Factors cited by the members that appeared to help account for the recent softness in consumer demand included substantial decreases in equity wealth, declining consumer confidence in the context of geopolitical and other uncertainties, the waning effects of earlier income tax cuts, and the failure of the most recent round of motor vehicle sales incentives to maintain the extraordinary level of sales seen during the summer. [...] There also was some question as to whether funds extracted from rising home equity values would continue to provide as important a source of financing for purchases of consumer durables as they had for some time unless mortgage interest rates declined from their already low levels (Federal Reserve Board, 2002a).

Quadro 2

Quadro-resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA
janeiro de 2002 a dezembro de 2002

<p>Atividade econômica – Positiva</p> <ul style="list-style-type: none">• Atividade econômica em processo de recuperação, apesar de ainda haver elevado grau de incerteza.○ Dificuldade em diagnosticar o fim do processo de ajuste de estoque de capital• Percepção quanto à recuperação foi modificada para negativa no último trimestre do ano.○ Indicadores econômicos mais fracos do que o previsto
<p>Mercado de trabalho – Negativo</p> <ul style="list-style-type: none">• Baixa demanda por mão de obra refletida no aumento do índice de desemprego.○ O setor manufatureiro é o mais debilitado
<p>Inflação – Positiva</p> <ul style="list-style-type: none">• A leitura da inflação corrente e prospectiva é positiva devido a:○ Fraca atividade econômica○ Capacidade instalada ociosa○ Mercado de trabalho negativo○ Produtividade crescente• Atentaram para a possibilidade de deflação, apesar de a considerarem remota.

Continua...

Quadro 2 – Continuação

<p>Investimento não residencial – Negativo</p> <ul style="list-style-type: none">• Queda no Investimento, principalmente em equipamentos e software.○ Processo de ajuste de excesso de estoque de capital○ Deterioração das expectativas de lucro e condições futuras• Há muita incerteza sobre os dados, com alguns setores, como equipamentos e software, demonstrando recuperação, porém com outros setores ainda deprimidos.• Investimento em construção não residencial negativo.○ Baixa taxa de ocupação dos imóveis existentes <p>Investimento residencial (mercado imobiliário) – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none">• Mercado imobiliário impulsionado.○ Disponibilidade de crédito○ Baixas taxas de financiamento hipotecário○ Continuidade no aumento do preço dos imóveis
<p>Consumo – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none">• O consumo manteve-se em níveis elevados.○ Aumento da renda disponível○ Possibilidade de extração de renda dos imóveis valorizados○ Ampla disponibilidade de crédito▪ Bom desempenho dos bens de consumo duráveis <p>O consumo apresentou desempenho positivo durante os primeiros três trimestres do período, mas, segundo as projeções do FOMC, esperava-se alguma moderação no crescimento desse item, o que ocorreu no último trimestre do ano. Os motivos para a moderação seriam:</p> <ul style="list-style-type: none">• Queda na confiança do consumidor devido a conflitos geopolíticos e “outras incertezas”.• Queda no preço das ações.• Final dos efeitos decorrentes do corte de impostos nos períodos posteriores.• Redução na venda de veículos, mesmo com incentivos.• Dúvida quanto à continuidade do processo de extração de renda decorrente do aumento no valor dos imóveis.
<p>Balanco de Risco</p> <ul style="list-style-type: none">• Janeiro de 2002: percepção de risco de desaceleração da atividade econômica.• Março a junho de 2002: balanço de riscos neutro.• Agosto e setembro de 2002: percepção de risco de desaceleração da atividade econômica.• Novembro e dezembro de 2002: balanço de riscos neutro.

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração dos autores.

O desempenho do consumo de bens duráveis, impulsionado pelos juros baixos, condições favoráveis de crédito e contínua extração da renda da valorização dos imóveis, continuou a ser apontado pelo FOMC como fator importante de resiliência durante a recuperação econômica:

In their review of developments in and prospects for key sectors of the economy, members commented that household spending had continued to be well maintained [...]. The value of homes had continued to rise in most areas, and unusually low interest rates were inducing people to refinance mortgages and in the process to extract and spend some of the embedded equity gains.

Increasing home equity values probably were also providing some counterweight to the impact on consumer spending of the negative wealth effects associated with the declines in stock market prices since the spring of 2000 (Federal Reserve Board, 2002b).

Período III: janeiro a agosto de 2003

O terceiro período de análise é caracterizado pela mudança de percepção do Comitê quanto à tendência da atividade econômica. No período anterior, prevaleceu a interpretação de que a recuperação já havia começado, porém, a partir de 2003, essa percepção se torna negativa e passa a haver grande incerteza em relação às projeções para o nível de atividade. Essa incerteza levou o FED a manter o balanço de risco como neutro na reunião de janeiro e a não divulgar o balanço na reunião seguinte, em março. A divulgação só seria retomada na reunião de maio, apontando para o risco de desaceleração da atividade, porém de forma menos incisiva do que nos comunicados anteriores.

Destaca-se também, nesse período, a primeira referência ao risco de deflação, que foi fator predominante entre junho e agosto de 2003. Os membros indicavam que um processo deflacionário teria impacto negativo sobre a atividade e sobre as instituições do mercado financeiro e aumentaria a dificuldade na condução da política monetária, conforme apontado por Greenspan em seu testemunho para o Congresso de julho de 2003:

Inflation developments have been important in shaping the economic outlook and the stance of policy over the first half of the year.[...] “we face new challenges in maintaining price stability, specifically to prevent inflation from falling too low. This is one reason the FOMC has adopted a quite accommodative stance of policy. A very low inflation rate increases the risk that an adverse shock to the economy would be more difficult to counter effectively. Indeed, there is an especially pernicious, albeit remote, scenario in which inflation turns negative against a backdrop of weak aggregate demand, engendering a corrosive deflationary spiral (Greenspan, 2003a).

A comunicação do FOMC citou constantemente os efeitos potenciais do conflito com o Iraque, atribuindo grande peso a esse fator para a contenção da atividade produtiva, já que o conflito geopolítico deprimia as expectativas e aumentava a incerteza dos empresários, inibindo os investimentos em capital:

Concerns about corporate governance, which intensified for a time, were compounded over the late summer and into the fall by growing geopolitical tensions. In particular, worries about the situation in Iraq contributed to an appreciable increase in oil prices. These uncertainties [...] heightened investors’ perception of risk and, perhaps, their aversion to such risk (Greenspan, 2003b).

Assim, manteve-se a política monetária expansionista. Em junho, o Fed cortou a *fed funds* em 25 pontos-base, buscando um “seguro” de que a atividade realmente se recuperaria:

While a significant step-up in the pace of the expansion appeared to be a likely prospect, such an outcome was still a forecast whose eventual realization, including both its timing and extent, remained uncertain. In the circumstances and given currently large margins of unemployed labor and other resources, the members agreed that an easing move was desirable to provide additional insurance that a stronger economy would in fact materialize (Federal Reserve Board, 2003).

Quadro 3

Quadro-resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA
janeiro de 2003 a agosto de 2003

<p>Atividade econômica – Negativa</p> <ul style="list-style-type: none">• Percepção de que a atividade corrente está abaixo do potencial, indicando uma recuperação ainda incipiente.<ul style="list-style-type: none">○ Conflito com o Iraque impacta negativamente investimentos• Apesar de ressaltar a grande incerteza envolvida nas projeções, esperavam que a atividade se recuperasse de maneira efetiva no decorrer do ano.<ul style="list-style-type: none">○ Dispersão dos fatores que afetavam a confiança dos empresários○ Política fiscal e monetária expansionista○ Aumento da produtividade com efeito positivo sobre o lucro
<p>Mercado de trabalho – Negativo</p> <ul style="list-style-type: none">• Baixa demanda por mão de obra, refletida no aumento do índice de desemprego.<ul style="list-style-type: none">○ O setor manufatureiro é o mais debilitado
<p>Inflação – Negativa</p> <ul style="list-style-type: none">• Perspectiva de deflação.<ul style="list-style-type: none">○ Excesso de mão de obra (fraco mercado de trabalho)○ Capacidade instalada ociosa
<p>Investimento não residencial – Negativo</p> <ul style="list-style-type: none">• Investimento ainda debilitado (considerado fator crucial para a recuperação).<ul style="list-style-type: none">○ Processo de ajuste de excesso de estoque de capital○ Incerteza relacionada a questões geopolíticas – conflito com o Iraque• Expectativa de recuperação do investimento conforme fatores que aumentam a incerteza diminuem.<ul style="list-style-type: none">○ Investimentos em construção não residencial: baixa taxa de ocupação dos imóveis existentes
<p>Investimento residencial (mercado imobiliário) – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none">• Mercado imobiliário impulsionado.<ul style="list-style-type: none">○ Disponibilidade de crédito○ Baixas taxas de financiamento hipotecário○ Continuidade no aumento do preço dos imóveis• Todos esses fatores impulsionam novas construções.

Continua...

Quadro 3 – Continuação

Consumo – Positivo <ul style="list-style-type: none">• O consumo manteve-se em níveis elevados<ul style="list-style-type: none">○ Possibilidade de extração de renda dos imóveis valorizados○ Aumento da renda disponível – pacote fiscal○ Disponibilidade de crédito
Balanco de Risco <ul style="list-style-type: none">• Janeiro de 2003: neutro• Março de 2003: não divulgado• Maio de 2003: percepção de risco de desaceleração da atividade econômica• Junho e agosto de 2003: risco de deflação

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração dos autores.

Frente ao aumento das incertezas para os investimentos, continuidade do processo de ajuste de excesso de capital, risco de deflação e pouca clareza sobre os indicadores econômicos disponíveis, o Comitê sinalizou, no comunicado de agosto e setembro, que manteria a taxa de juros em patamar expansionista por um período prolongado de tempo. Esperava-se que a taxa de juros baixa, além de favorecer o desempenho do mercado de capitais, também continuaria a impulsionar o mercado de construção e o consumo:

[...] the members agreed that accommodative monetary and fiscal policies along with much improved financial conditions were likely to foster a better economic performance over time. [...] Both business firms and households had continued to take advantage of generally improving financial conditions to strengthen their balance sheets through debt restructuring activities, thereby helping to buttress the economy's financial underpinnings and foster sustained expansion (Federal Reserve Board, 2003).

Com a percepção de risco de deflação e importância do papel da alta dos preços dos imóveis sobre o consumo, a decisão de manter os juros baixos atendia ao primeiro aspecto ao mesmo tempo que estimulava o segundo.

Período IV: setembro de 2003 a maio de 2004

A percepção de incerteza que prevaleceu entre janeiro e agosto de 2003 modificou-se em setembro com indicação clara de que a recuperação econômica ganhava força (Quadro 4). Além do consumo e do mercado imobiliário, que continuavam a impulsionar a atividade, agora os investimentos também passavam a ser fator positivo na composição da demanda agregada. O balanço de risco foi alterado de risco de deflação para neutro a partir de dezembro de 2003 e mantido assim até maio de 2004.

Quadro 4

Quadro-resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA
setembro de 2003 a maio de 2004

<p>Atividade econômica – Positiva</p> <ul style="list-style-type: none">• A expansão da atividade ocorre de maneira robusta.○ Dissiparam-se as dúvidas sobre se a recuperação estava realmente ocorrendo• A expectativa era de que a atividade continuasse a melhorar.○ Recuperação com base nos investimentos○ Continuidade do consumo○ Continuidade de expansão do mercado imobiliário
<p>Mercado de trabalho – Negativo</p> <ul style="list-style-type: none">• Apesar da recuperação da atividade, o índice de desemprego não melhorava.○ O setor manufatureiro é o mais debilitado
<p>Inflação – Positiva</p> <ul style="list-style-type: none">• Comportamento da inflação considerado estável.
<p>Investimento não residencial – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none">• Melhora nos gastos com investimento em capital.○ Melhora nos investimentos em equipamentos e software▪ Fim do processo de ajuste de estoque de capital○ Estoque em níveis baixos em diversos setores. Esperava-se investimento para recomposição do estoque○ Retomada da confiança e maior expectativa de retorno• Expectativa de que o investimento continuasse crescendo.○ Incentivos fiscais○ Condições de financiamento favoráveis• Investimentos em construção não residencial negativos.○ Baixa taxa de ocupação dos imóveis existentes <p>Investimento residencial (mercado imobiliário) – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none">• Mercado imobiliário impulsionado.○ Disponibilidade de crédito○ Baixas taxas de financiamento hipotecário○ Continuidade no aumento do preço dos imóveis• Todos esses fatores impulsionam novas construções.
<p>Consumo – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none">• O consumo manteve-se em patamares elevados○ Possibilidade de extração de renda dos imóveis valorizados○ Aumento da renda disponível – pacote fiscal○ Disponibilidade de crédito• Perspectiva de que o consumo continuasse apresentando bom desempenho.
<p>Balanco de Risco</p> <ul style="list-style-type: none">• Setembro e outubro de 2003: risco de deflação• Dezembro de 2003 a maio de 2004: neutro

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração dos autores.

Sobre o mercado imobiliário, na reunião de março de 2004, há uma primeira referência, nas reuniões do FOMC, de que os preços dos imóveis teriam sido influenciados por fatores especulativos. Esse tipo de observação passou a ser

recorrente, assim como a visão de alguns membros de que a manutenção da política monetária expansionista por muito tempo poderia encorajar os agentes a assumirem riscos em excesso, como apontado na ata:

[...] some members were concerned that keeping monetary policy stimulative for so long might be encouraging increased leverage and excessive risk-taking. Such developments could heighten the potential for the emergence of financial and economic instability when policy tightening proved necessary in the future (Federal Reserve Board, 2004).

Período V: julho de 2004 a junho de 2006

Entre julho de 2004 e junho de 2006, o Fed aumentou progressivamente a taxa de juros de 1% a.a. para 5,25% a.a. (25 pontos-base a cada reunião) com a percepção de que a inflação passara a ser o risco principal, já que os fatores que deprimiam a atividade haviam se dissipado e a percepção sobre os componentes da demanda agregada era positiva (Quadro 5).

A elevação dos juros tinha o objetivo de retirar gradualmente o incentivo monetário sem causar grandes impactos no mercado financeiro e na atividade produtiva. O Comitê indicou reiteradamente que uma série de pequenos aumentos era necessária para ajustar a política monetária aos objetivos de crescimento com estabilidade de preços. Vale destacar que, mesmo com esses aumentos, a taxa real de juros continuava negativa, se deflacionada pelo Personal Consumption Expenditures (PCE).

Quadro 5
Quadro-resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA
junho de 2004 a junho de 2006

Atividade econômica – Positiva

- Situação corrente positiva.
 - Continuidade de expansão do consumo
 - Continuidade de expansão do mercado imobiliário
 - Recuperação do investimento
 - Recuperação do mercado de trabalho
- Expectativa positiva.
 - Em dezembro de 2004, a expectativa de crescimento era positiva
 - Política monetária e condições financeiras acomodaticias
 - Consumo impulsionado pela melhora no mercado de trabalho e valorização das ações e imóveis
 - Investimento impulsionado pelas boas perspectivas econômicas, condições financeiras favoráveis, necessidade de reposição de equipamento depreciado
 - Em 2005, as expectativas de crescimento mantiveram-se positivas, apesar dos efeitos do furacão Katrina e do aumento no preço dos combustíveis. As condições financeiras continuavam a impulsionar a demanda agregada via consumo e investimento
 - Em 2006, expectativa de leve redução do investimento, mas ainda próximo do produto potencial
 - Redução do ritmo no mercado imobiliário
 - Efeito do aumento na taxa de juros até o momento

Continua...

Quadro 5 – Continuação

<p>Mercado de trabalho – Recuperação</p> <ul style="list-style-type: none">• Melhora gradual do mercado de trabalho○ O setor manufatureiro continuou empregando menos○ Bom desempenho do setor de serviços, principalmente o setor financeiro e a construção
<p>Inflação – Positiva</p> <ul style="list-style-type: none">• O comportamento do núcleo da inflação corrente manteve-se em torno do que o Comitê considerava estabilidade de preços, mas a deterioração das expectativas para a inflação futura passou ao centro das atenções.• Principais pontos de ameaça para a inflação.○ Preço da energia em patamares elevados○ Possibilidade de repasse de preços○ Menor “folga” dos fatores produtivos (principalmente no mercado de trabalho)
<p>Investimento não residencial – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none">• O investimento, apesar de alguma volatilidade, manteve-se positivo.○ Crescimento da produção e dos lucros○ Alta liquidez e condições favoráveis de financiamento na indústria (baixo <i>spread</i> no mercado de <i>bonds</i>)○ Investimentos em construção não residencial negativo<ul style="list-style-type: none">▪ Baixa taxa de ocupação dos imóveis existentes• Expectativa positiva.○ Houve alguma volatilidade na projeção para os investimentos, mas, no geral, as expectativas permaneceram positivas<ul style="list-style-type: none">▪ Aumento da confiança▪ Baixa taxa de juros de longo prazo e baixo <i>spread</i> de risco▪ Boas condições financeiras e de financiamento das empresas <p>Investimento residencial (mercado imobiliário) – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none">• Continua positivo, porém com alguns sinais de atenção.○ Taxas de juros para financiamento imobiliário, apesar do aumento no final de 2005, em geral, continuam baixas, impulsionando o mercado imobiliário○ Alguns membros indicam fator especulativo no <i>boom</i> do preço dos imóveis○ Esperava-se alguma desaceleração, mas com tempo e magnitude difíceis de prever
<p>Consumo – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none">• Situação corrente positiva.○ Aumento da renda disponível<ul style="list-style-type: none">▪ Queda no desemprego/melhora no mercado de trabalho▪ Continuidade da valorização dos imóveis e ações▪ Melhora do sentimento do consumidor• Expectativa de consumo positiva.○ Continuidade do aumento da renda pelos fatores expostos acima○ Fatores de risco para a continuidade do consumo<ul style="list-style-type: none">▪ Aumento do preço da energia▪ Aumento da taxa de poupança▪ Queda no preço dos imóveis
<p>Balanco de Risco</p> <ul style="list-style-type: none">• De junho de 2004 a março de 2006: balanço de risco neutro• Maio e junho de 2006: risco de inflação

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração dos autores.

O FOMC expressou preocupação quanto aos efeitos do aumento da taxa básica de juros e do possível aumento dos juros de longo prazo sobre o mercado imobiliário, assim como sobre a capacidade de extração de renda por parte dos consumidores em uma situação de crédito relativamente mais restritiva, como evidenciado na ata de fevereiro de 2005:

Solid income gains, low interest rates, and consumer confidence were seen by participants as helping to sustain strong growth of household spending. [...]. However, a marked slowing in home price appreciation and possible increases in longer-term interest rates, which would raise financing costs and reduce opportunities to extract equity from homes through refinancing and home equity loans, were seen as downside risks to the prospects for consumption spending and for housing construction (Federal Reserve Board, 2005a).

Uma discussão específica sobre o comportamento especulativo no mercado imobiliário ocorreu em junho de 2005. As preocupações foram relativizadas, contudo, pelo argumento de que um diagnóstico desse tipo era tecnicamente difícil de sustentar e de que havia fatores estruturais que justificavam o comportamento do mercado, o que dispensaria maiores preocupações.

O processo de securitização era entendido como um fator a garantir a resiliência das instituições financeiras:

Prices of houses in the United States had risen sharply in recent years [...]. In addition to local market factors, a wide range of influences appeared to be supporting home prices, including solid gains in disposable income, low mortgage rates, and financial innovation in the residential mortgage market. Prices might be somewhat above the levels consistent with these underlying factors, but measuring the extent of any overvaluation either nationally or in regional markets posed considerable conceptual and statistical difficulties. Meeting participants noted that the rise in house prices had been accompanied by a modest shift toward potentially riskier types of mortgages, including adjustable-rate and interest-only loans, which could pose challenges to both lenders and borrowers. Nonetheless, financial institutions generally remained in a comfortable capital position, such loans had performed well thus far, much of the associated risk had been transferred to other investors through securitization, and valuations had risen more rapidly than mortgage debt on average so that loan-to-value ratios had fallen (Federal Reserve Board, 2005b).

Após a reunião de junho de 2005, a percepção de que os preços dos imóveis poderiam estar supervalorizados foi tema constante nas reuniões do FOMC. Em dezembro de 2005, discutiu-se sobre as indicações de que o mercado imobiliário estaria desacelerando e sobre os efeitos que essa desaceleração teria tanto sobre o consumo quanto sobre a atividade especulativa no setor:

A downshift in attitudes regarding the outlook for the housing sector could have significant market effects, in part by damping the demand for houses by investors and speculators. A slowing of house price increases, by restraining the expansion of consumption, and a moderation in the pace of new building were expected to reduce the growth of aggregate demand somewhat in coming quarters. To date, however, the national data on home prices, sales, and construction activity did not suggest a significant weakening in the sector (Federal Reserve Board, 2005c).

A continuidade do movimento de alta nos juros foi justificada pelo comportamento da inflação, mas os membros do FOMC demonstravam preocupação quanto a seus efeitos sob as condições de crédito e sobre o consumo constantemente relacionados à extração de renda gerada pela valorização dos imóveis e à manutenção dos juros baixos. Em nenhum momento, contudo, a elevação dos juros foi justificada como um instrumento para conter movimentos especulativos no mercado imobiliário.

Período VI: agosto de 2006 a julho de 2007

O ciclo de alta terminou em agosto de 2006 com a taxa de juros básica do Fed em 5,25% a.a. A pausa no ciclo de alta foi induzida pela desaceleração dos níveis de atividade, observada pela maioria dos membros entre agosto e dezembro de 2006. Pela percepção do FOMC, a desaceleração era esperada, resultado dos efeitos da política monetária até então adotada e da desaceleração no mercado imobiliário, indicada como um dos fatores que poderiam exercer maior efeito depressivo sobre a atividade. A partir de janeiro de 2007, os membros começam a demonstrar maior otimismo em relação à atividade econômica, que, apesar de fraca, mostrava sinais de recuperação impulsionada principalmente pelo consumo.

Quadro 6

Quadro-resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA
agosto de 2006 a julho de 2007

<p>Atividade econômica – Negativa</p> <ul style="list-style-type: none">• Situação corrente negativa até dezembro de 2006 com recuperação gradual a partir de janeiro de 2007.<ul style="list-style-type: none">○ A contração na construção de residências afeta toda a economia○ Redução na produção de motores para veículos• Perspectiva de que a economia continuasse desacelerando enquanto perdurasse os efeitos contracionistas derivados do mercado de construção de residências.• Terminados esses efeitos, o PIB voltaria a crescer.<ul style="list-style-type: none">○ Continuidade na melhora do mercado de trabalho
<p>Mercado de trabalho – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none">• Continuidade de redução na taxa de desemprego.<ul style="list-style-type: none">○ Aumento do emprego no setor de serviços○ Contudo, o emprego no setor manufatureiro continua fraco/debilitado• O Comitê considera o mercado de trabalho como fator que pode pressionar o aumento dos preços.

Continua...

Quadro 9 – Continuação

<p>Inflação – Negativa</p> <ul style="list-style-type: none">• O Comitê considera o núcleo de inflação em níveis relativamente altos.• As expectativas de inflação são positivas, porém com alto grau de incerteza.<ul style="list-style-type: none">○ Ameaças ao cenário benigno de inflação<ul style="list-style-type: none">▪ Maior utilização da capacidade instalada▪ Elevado preço das commodities e energia▪ Desvalorização do dólar▪ Queda na produtividade
<p>Investimento não residencial – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none">• Investimento em capital fixo mais fraco do que o esperado, mas a expectativa futura era positiva.<ul style="list-style-type: none">○ Boas condições de financiamento e liquidez• O investimento em imóveis comerciais estava compensando parte da desaceleração nas construções residenciais. <p>Investimento residencial (mercado imobiliário) – Negativo</p> <ul style="list-style-type: none">• Cancelamento de novas construções.• Aumento do número de residências não vendidas.• Expectativa de que o investimento em imóveis residenciais diminuísse.<ul style="list-style-type: none">○ Aumento das taxas de financiamento no mercado prime○ Aumento das taxas de inadimplência no mercado subprime
<p>Consumo – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none">• Apesar da desaceleração no mercado imobiliário, o consumo permanece positivo.<ul style="list-style-type: none">○ Relação da riqueza para a renda disponível continuou aumentando mesmo com a queda no mercado imobiliário devido à valorização no mercado acionário○ Condições financeiras favoráveis○ Melhora no mercado de trabalho e na renda• Expectativa para consumo positiva, apesar do alto grau de incerteza derivado dos acontecimentos no mercado imobiliário.
<p>Balanco de Risco</p> <ul style="list-style-type: none">• A percepção de risco de inflação permanece em todo o período.

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração dos autores.

Durante todo o período de agosto de 2006 a julho de 2007, o setor de construção, afetado pela grande quantidade de imóveis residenciais disponíveis, exerceu efeito contracionista sobre a atividade. A pressão contracionista do setor imobiliário, ao mesmo tempo em que se observava a retomada gradual da atividade econômica, ainda que abaixo das taxas observadas nos anos anteriores, a partir de janeiro de 2007, levou a interpretações de que a contração do setor imobiliário não se espalhava por toda a economia:

[...] economy appears to be making a transition from the rapid rate of expansion experienced over the preceding several years to a more sustainable average pace of growth. The principal source of the ongoing moderation has been a substantial cooling in the housing market, which has led to a marked slowdown in the pace of residential construction. However, the weakness in housing market activity and the slower appreciation of house prices do not seem to have spilled over to any significant extent to other sectors of the

economy. [...] So far, the incoming data have supported the view that the current stance of policy is likely to foster sustainable economic growth and a gradual ebbing of core inflation. However, decision [...], the FOMC again indicated that its predominant policy concern is the risk that inflation will fail to ease as expected and that it is prepared to take action to address inflation risks if developments warrant (Bernanke, 2007).

O FOMC não esperava que a retração do mercado imobiliário continuasse e apostava na volta da expansão da atividade assim que o ajuste em curso chegasse ao fim. Conforme apontado no Quadro 6, o consumo e o investimento não mostraram desaceleração, e o mercado de trabalho continuava a melhorar. Apesar da desaceleração no setor de construção, a leitura das atas de todo o período indica maior preocupação dos membros com o comportamento da inflação.

Em meados de 2007, foram registrados os primeiros problemas graves com instituições financeiras por conta dos movimentos em curso no mercado imobiliário norte-americano: em abril, houve a falência da New Century Financial Corporation, o segundo maior credor de hipotecas do tipo subprime dos EUA; em agosto, ocorreu a suspensão dos resgates das cotas de três Hedge Funds pelo banco francês BNP-Paribas (Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS Euribor e BNP Paribas ABS Eonia).

Período VII: agosto de 2007 a dezembro de 2007

Após a reunião de agosto de 2007, o Fed observou que os participantes do mercado financeiro demonstravam maior preocupação quanto à liquidez e aos riscos de contraparte. A intensificação do *stress* financeiro refletiu-se na volatilidade do mercado interbancário e na redução da liquidez. No dia 10 de agosto, o Fed emitiu um comunicado anunciando que iria prover liquidez para facilitar o funcionamento ordenado dos mercados financeiros. No dia 17 de agosto, soltou novo comunicado, ressaltando que as condições nos mercados financeiros haviam se deteriorado e que as restrições no mercado de crédito e o aumento da incerteza tinham o potencial de restringir o crescimento econômico daquele momento em diante.

O FOMC entendeu que os riscos para a atividade haviam aumentado substancialmente e indicou que estava pronto para tomar as ações necessárias para mitigar os efeitos depressivos sobre a economia. Simultaneamente, o Fed aprovou a redução de 50 pontos-base na *primary credit rate* e continuou a aceitar diversos tipos de garantias para os empréstimos realizados na janela de redesconto, incluindo hipotecas e ativos a ela relacionados. A partir daí, o FED adotou uma sequência de medidas para conter e acomodar os efeitos da crise, muitas das quais desenhadas para atender a problemas específicos, o que provocou rápida expansão de seu balanço (Bullio et al., 2011).

Esse primeiro conjunto de medidas indica a rápida deterioração nas condições econômicas observadas pelo Federal Reserve. Nos meses de setembro, outubro e dezembro de 2007, as atas do FOMC apontaram que a política monetária havia se voltado definitivamente para os efeitos da crise no mercado imobiliário sobre a atividade. Na reunião de setembro de 2007, o Fed cortou a taxa básica de juros para confrontar os efeitos da crise conforme a atividade econômica desacelerava mais do que havia sido antecipado:

Members judged that a lowering of the target funds rate was appropriate to help offset the effects of tighter financial conditions on the economic outlook. Without such policy action, members saw a risk that tightening credit conditions and an intensifying housing correction would lead to significant broader weakness in output and employment. [...] In order to help forestall some of the adverse effects on the economy that might otherwise arise, all members agreed that a rate cut of 50 basis points at this meeting was the most prudent course of action (Federal Reserve Board, 2007a).

O Quadro 7 demonstra que, ao contrário do período de agosto de 2006 a julho de 2007, a expectativa para a atividade futura já não era positiva, uma vez que a crise tomava contornos mais graves do que inicialmente imaginados. Ao mesmo tempo, a ênfase na inflação passa a conviver com as preocupações quanto aos desdobramentos que o ajuste do mercado imobiliário teria sobre o nível de atividade.

Quadro 7

Quadro-resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA
agosto 2007 a dezembro 2007

Atividade econômica – Negativa <ul style="list-style-type: none">• A turbulência financeira poderia prejudicar a atividade econômica, principalmente o setor de construção residencial.• Expectativa de desaceleração da atividade.<ul style="list-style-type: none">○ Queda do setor imobiliário○ Restrição nas condições de crédito○ Queda no mercado financeiro
Mercado de trabalho – Desaceleração <ul style="list-style-type: none">• Desaceleração nos ganhos que estavam ocorrendo no mercado de trabalho.○ Grande parte das perdas refere-se a serviços e setores relacionados ao mercado imobiliário
Inflação – Positiva <ul style="list-style-type: none">• Apesar da inflação corrente ainda preocupante, a expectativa era de queda nos preços devido à desaceleração da atividade.
Investimento não residencial – Positivo <ul style="list-style-type: none">• Dados correntes dos investimentos em capital fixo não demonstravam deterioração. Investimento residencial (mercado imobiliário) – Negativo <ul style="list-style-type: none">• Setor mostra queda acentuada, e as expectativas são negativas.<ul style="list-style-type: none">○ Elevado número de casas não vendidas○ Restrições nas condições de crédito hipotecário

Continua...

Quadro 7 – Continuação

<p>Consumo – Negativo</p> <ul style="list-style-type: none">• Dados apontam desaceleração do consumo corrente.○ Condições de crédito mais restritas○ Continuidade do ajuste no setor imobiliário poderia estar afetando outros setores• Perspectiva de que o consumo voltasse a crescer em 2009 conforme diminuíssem os efeitos restritivos do mercado imobiliário.
<p>Balanco de Risco</p> <ul style="list-style-type: none">• Setembro de 2007: não divulgado• Outubro de 2007: neutro• Dezembro de 2007: não divulgado

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração dos autores.

Conclusões

A análise das atas do FOMC e de pronunciamentos dos dois presidentes do Fed no período analisado, Alan Greenspan e Ben Bernanke, permite concluir que a extensão dos problemas em curso foi subestimada porque o quadro teórico em que se moviam os dirigentes do Fed não permitia o entendimento dos riscos potenciais do que estava ocorrendo. A direção do Fed tinha consciência de que havia processos especulativos potencialmente perigosos nos mercados de hipotecas imobiliárias. A primeira manifestação nesse sentido apareceu em reuniões do primeiro trimestre de 2004 e, daí em diante, as referências são constantes.

Não é possível saber em que extensão o Fed conhecia detalhes do que estava acontecendo. Contudo, diante da ampla interconexão entre as instituições financeiras, é correto supor que o Fed estava informado a respeito, ou que, pelo menos, tinha condições de se informar.

Esse não é o ponto principal. A questão é avaliar os motivos que levaram o Fed a optar por não agir para deter o crescimento da bolha especulativa ou ao menos reduzir sua intensidade e amenizar seus riscos potenciais.

Predominava no Fed a avaliação de que a resiliência da economia dos EUA era muito consistente, tese fortalecida pelo impacto modesto das crises do final dos anos 1990 e início dos 2000, em especial a queda das ações negociadas na NASDAQ. A visão sobre o processo de desregulamentação era otimista e incluía a crença de que os novos produtos financeiros distribuía os riscos e mitigavam o nível geral de risco do sistema. O otimismo do Fed não considerava toda a gama de novos riscos que se acumulavam. Por um lado, o gestor do capital, por ter sua remuneração atrelada ao desempenho do portfólio, era incentivado a assumir riscos crescentes e na mesma direção de seus pares. Por outro, a falta de regulação dos mercados OTC, sob o argumento de que não se deveria reduzir o processo de inovações, dava espaço à assunção de riscos crescentes pelos gestores do capital. Assim, o prolongado

período de baixa taxa de juros incentivava a busca por ativos de maior risco sem que a regulação colocasse limitações a esse processo.

É verdade que o Fed elevou o juro básico progressivamente a partir de meados de 2004. Porém, como se lê nas atas, o alvo não era a bolha e o processo especulativo, e sim uma ameaça de inflação nos mercados de bens e serviços em níveis que eram de fato irrelevantes diante da alta de preços dos imóveis e dos ativos de risco. O aumento dos juros foi postergado e era visto como perigoso, pois poderia frear o mercado imobiliário e as rendas nele obtidas. O aquecimento do mercado imobiliário era tido como fundamental para manter a recuperação do consumo depois das crises de 2001-2002 e, a partir de 2004, para sustentar o crescimento econômico.

Só em 2007, com a crise financeira já explicitada, o Fed passa a mostrar sérias preocupações com os riscos de problemas graves nos mercados financeiros e começa a agir para conter os sucessivos focos de incêndio que se espalhavam. Na reunião de setembro, os membros da FOMC deram mostras de perceber a gravidade da situação, mas acreditavam que a resiliência da economia e do sistema financeiro dos EUA nos episódios de crise anteriores permitiria que o ajuste do mercado imobiliário fosse rápido:

In their discussion [...], meeting participants focused on the potential for recent credit market developments to restrain aggregate demand in coming quarters. The disruptions to the market for nonconforming mortgages were likely to reduce further the demand for housing, and recent financial developments could well lead to a more general tightening of credit availability. [...] Given the unusual nature of the current financial shock, participants regarded the outlook for economic activity as characterized by particularly high uncertainty, with the risks to growth skewed to the downside. [...] But participants also noted that the resilience of the economy in the face of a number of previous periods of financial market disruptions left open the possibility that the macroeconomic effects of the financial market turbulence would prove limited (Federal Reserve Board, 2007a).

Tal argumento retoma a visão propalada posteriormente por Alan Greenspan e sugere que a crise foi subavaliada pela autoridade monetária. Cabe notar que o ritmo de redução da taxa básica nas reuniões de outubro e dezembro de 2007 foi menos intenso (25 pontos-base) quando comparado ao corte realizado em setembro (50 pontos-base), o que reflete a incerteza quanto aos desdobramentos da crise, conforme a ata de dezembro de 2007:

In the Committee's discussion of monetary policy for the intermeeting period, members judged that the softening in the outlook for economic growth warranted an easing of the stance of policy at this meeting. [...], members noted that policy had already been eased by 75 basis points and that the effects of those actions on the real economy would be evident only with a lag. And

some data, including readings on the labor market, suggested that the economy retained forward momentum. Members [...] judged that some inflation pressures and risks remained, including pressures from elevated commodity and energy prices and the possibility of upward drift in the public's expectations of inflation. Weighing these considerations, nearly all members judged that a 25 basis point reduction in the Committee's target for the federal funds rate would be appropriate at this meeting. Although members agreed that the stance of policy should be eased, they also recognized that the situation was quite fluid and the economic outlook unusually uncertain (Federal Reserve Board, 2007b).

Apesar de divergências teóricas entre Greenspan e Bernanke sobre a condução da política monetária, foi determinante a concordância dos dois quanto à incapacidade do Banco Central de atuar diante de bolhas. Alan Greenspan defendia a flexibilidade no manejo da taxa de juros e era contrário à atuação do Banco Central frente à formação de bolhas. A entrada de Ben Bernanke no comando do Fed não alterou a orientação do BC, apesar dos sinais crescentes de que havia problemas graves nos mercados. Nenhum dos dois presidentes acreditava que o BC pudesse realizar alguma ação para impedir ou mesmo atenuar a formação de uma bolha e que deveria se concentrar em agir sobre os efeitos de uma possível ruptura da bolha.

Não se tratava de confiança em mercados perfeitos ou equilibrados, mas sim na capacidade dos mercados de dar conta dos desajustes e distribuir riscos, capacidade supostamente propiciada pelos processos de securitização e outros. A solução não seria regular esses processos, e sim permitir que fizessem o seu papel, que se supunha ser preventivo e saneador. Nessa visão, o mercado poderia absorver choques e diluí-los desde que o espírito de risco dos agentes fosse preservado, o que o Fed tentou fazer.

Destaque-se ainda que também não se tratava de apego a regras rígidas para a atuação de um Banco Central. Greenspan e Bernanke concordavam que há um grau relevante de discricionariedade na condução da política monetária por conta do conhecimento imperfeito sobre um conjunto de variáveis muito amplo. A concordância sobre a atuação discricionária de um BC, contudo, não alcançou os limites de uma atuação discricionária sobre uma possível bolha em formação.

Referências bibliográficas

AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière*. Paris: la Decouverte, 1995.

BERNANKE, B. *Testimony of chairman of Federal Reserve Board's semiannual monetary policy report to the Congress*. Fev. 14, 2007. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20070214a.htm>.

BERNANKE, B. Testimony of chairman of Federal Reserve Board's semiannual monetary policy report to the Congress, fev. 2006. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20060215a.htm>.

_____. A perspective on inflation targeting. In: THE ANNUAL Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists. Washington, Mar. 2003. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030325/default.htm>.

_____. *Asset-price "bubbles" and monetary policy*. In: THE NEW York Chapter of the National Association for Business Economics. New York, Oct. 2002. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2002speech.htm>.

_____; LAUBACH, T.; MISHKIN, F. S.; POSEN, A. *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999.

BLINDER, A.; REIS, R. Understanding the Greenspan standard. In: THE GREENSPAN era: lessons for the future, 2005, p. 11-96. Disponível em: <http://www.kc.frb.org/>. Acesso em: 25 set. 2008.

BORDO, M. D.; JEANNE, O. Monetary policy and asset prices: does "benign neglect" make sense? *IMF Working Paper*, n. 02/225, Dec. 2002.

BRAGA, J. C. S.; CINTRA, M. A. M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, J. L. (Org.). *O poder americano*. Petrópolis: Ed. Vozes, 2004. p. 253- 307.

BULLIO, Olívia; FERRARA, Daniel N.; CUNHA, P. H. F.; CARVALHO, C. E. A atuação do Fed antes e depois do estouro da bolha imobiliária: discricionariedade e mandato de bancos centrais em contexto de desregulamentação financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, Unicamp. IE, v. 20, p. 329-364, 2011.

CECCHETTI, S. G. et al. Asset prices and Central Bank policy. *Geneva Reports on the World Economy*. Centre for Economic Policy Research, 2000.

_____. What FOMC says and does when the stock market booms. In: FEDERAL RESERVE OF AUSTRALIA CONFERENCE ON ASSET PRICES AND MONETARY POLICY, 19th Aug. 2003, Sydney, 2003.

CINTRA, M. A. M. A operacionalidade e a lógica de funcionamento da política monetária dos Estados Unidos. *Revista Economica*, Rio de Janeiro, Departamento de Economia/UFF, v. 5, n. 2. p. 239- 277, 2003.

GREENSPAN, A. *The crisis*. 2010. Disponível em: <http://www.brookings.edu/>. Acesso em: 21 jun. 2010.

_____. Risk and uncertainty in monetary policy. In: MEETINGS of the American Economic Association. California, Jan. 2004a.

_____. Economic flexibility. In: TREASURY ENTERPRISE CONFERENCE 2004. Remarks by Chairman Alan Greenspan. London, Jan. 2004b.

GREENSPAN, A. *Testimony of chairman of Federal Reserve Board's semiannual monetary policy report to the Congress*. Jul. 15, 2003a. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2003/july/testimony.htm>

_____. *Testimony of chairman of Federal Reserve Board's semiannual monetary policy report to the Congress*. Fev. 11, 2003b. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2003/february/testimony.htm>.

_____. Regulation, innovation, and wealth creation. In: SOCIETY of Business Economist. Remarks by Chairman Alan Greenspan. London, Sept. 2002a.

_____. World finance and risk management. In: LANCASTER HOUSE, Remarks by Chairman Alan Greenspan. London, Sept. 2002b.

_____. Economic volatility. In: RETHINKING stabilization policy, 2002. Kansas, Opening Remarks. Kansas, Aug. 2002c.

_____. Cyclicity and banking regulation. In: CONFERENCE ON BANK STRUCTURE AND COMPETITION, 2002, Chicago. Remarks by Chairman Alan Greenspan. Chicago, May 2002d.

_____. *Testimony of chairman of Federal Reserve Board's semiannual monetary policy report to the Congress*. Feb., v. 27, 2002e. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2002/february/testimony.htm>

FEDERAL RESERVE BOARD. *Minutes of the Federal Open Market Committee*. ago. 2001. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20010821.htm>. Acesso em: 3 ago. 2008.

_____. *Minutes of the Federal Open Market Committee*. set. 2002a. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20020924.htm>. Acesso em: 16 ago. 2008.

_____. *Minutes of the Federal Open Market Committee*. nov. 2002b. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20021106.htm>. Acesso em: 12 ago. 2008

_____. *Minutes of the Federal Open Market Committee*. jun. 2003. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20030625.htm> . Acesso em: 6 set. 2008.

_____. *Minutes of the Federal Open Market Committee*. mar. 2004. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20040316.htm>. Acesso em: 24 set. 2008.

_____. *Minutes of the Federal Open Market Committee*. fev. 2005a. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20050202.htm>. Acesso em: 09 out. 2008.

_____. *Minutes of the Federal Open Market Committee*. jun. 2005b. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20050630.htm>. Acesso em: 10 out. 2008.

_____. *Minutes of the Federal Open Market Committee*. dez. 2005c. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20051213.htm>. Acesso em: 10 out. 2008.

_____. *Minutes of the Federal Open Market Committee*. set. 2007a. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20050920.htm>. Acesso em: 28 out. 2008.

FEDERAL RESERVE BOARD. Minutes of the Federal Open Market Committee. dez. 2007b. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20051213.htm>. Acesso em: 21 nov. 2008.

FEDERAL RESERVE MONETARY POLICY REPORT, 2002. Disponível em: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm. Acesso em: 4 ago. 2008.

LEVINE, R. The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis. *BIS Working Papers*, n. 329, 2010.

MODENESI, A. M. *Regimes monetários: teoria e a experiência do real*. Barueri: Ed. Manole, 2005.

RAJAN, R. G. Has financial development made the word riskier? In: THE GREENSPAN Era: lessons for the future, 2005, Artigos. Kansas, p. 313-385, 2005. Disponível em: <http://www.kc.frb.org>. Acesso em: 25 set. 2008.