

O Fed antes da crise: erros de percepção ou de concepção? Análise das atas do FOMC e de falas de Greenspan e de Bernanke

Daniel Nicolau Ferrara (PUC/SP) e Carlos Eduardo Carvalho (PUC/SP)

Resumo

O artigo discute as percepções do Fed nos anos de formação da bolha imobiliária, para avaliar se houve subestimação dos riscos ou escolha por conviver com eles. Além de uma revisão das concepções teóricas e da conjuntura do período, o artigo analisa as atas do FOMC e alguns pronunciamentos dos presidentes do Fed no período, Greenspan e Bernanke. A metodologia se justifica porque a comunicação com o mercado tornou-se instrumento relevante para o Fed desde os anos 1990. No rescaldo das crises de 2001-2002, o Fed reconhecia no consumo e no mercado imobiliário forças importantes na recuperação econômica. A partir de 2003-2004, membros do FOMC mostravam preocupação com os riscos crescentes dos processos em curso no mercado imobiliário e com os efeitos de uma reversão da política monetária expansionista sobre os preços dos imóveis. A ação do Fed foi contida pela crença na resistência do sistema financeiro desregulamentado, pela confiança na condução pragmática da política monetária orientada pelo *risk management approach* e pela convicção de que um BC não deve adotar medidas especiais para conter a formação de bolhas especulativas.

Palavras-chave:

Federal Reserve, política monetária 2001-2007, risk management approach

Abstract

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 choose to live with them. Besides a review of the theoretical concepts and economic scenario of the period, the article reviews the minutes of the FOMC and some pronouncements of the presidents of the Fed during the period, Greenspan and Bernanke. The methodology is justified because the communication with the market has become a relevant instrument in Fed's action since the 1990s. The analysis of documents showed that 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 showed concern about the speculative behavior in housing and the effects of the reversal of the expansionary monetary policy would have on property prices and on consumption. 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 Central Bank should not act against the formation of bubbles.

Key-words: Federal Reserve, monetary policy 2001-2007, risk managements approach

1. INTRODUÇÃO

A condução da política monetária pelo Federal Reserve System – Fed, o banco central dos EUA, entre 2001 e 2007, é uma questão de grande relevância para o entendimento dos processos que desembocaram na grave crise iniciada no segmento *subprime* do mercado imobiliário norte-americano e que se transformou em crise financeira internacional. Questiona-se se o Fed teria subestimado os riscos ou se percebia os riscos e preferiu não atuar com firmeza para ou reverter ou ao menos conter o processo.

Para tanto, foram analisadas atas Federal Open Market Committee – FOMC, o colegiado do Fed encarregado de conduzir a política monetária nos anos de 2001 a 2007, além de

pronunciamentos selecionados dos presidentes do Fed no período, Greenspan e Bernanke. A metodologia justifica-se pelo aumento da importância da comunicação do Banco Central para influenciar o movimento da curva de juros em um sistema financeiro em que forças de mercado influem cada vez mais na condução da política monetária.

Conforme Cintra (2003), o mercado líquido e integrado; e as arbitragens de juros entre os mercados interbancários domésticos e estrangeiros, determinam o que se convencionou chamar de *market oriented approach*, em outras palavras, o aumento da influência das forças de mercado na formação da taxa de juros. Também aumentou a importância das expectativas de mercado na determinação dos preços dos ativos.

A importância da comunicação do banco central e das expectativas dos agentes, ganha relevância com a baixa sensibilidade da demanda a taxa de juros:

O centro da implementação da política monetária não se encontra no monitoramento da liquidez em si, mas na estratégia através da qual o banco central comunica as suas intenções (sinalizações), dada a baixa sensibilidade da demanda por working balances à taxa de juros, bem como a importância das expectativas sobre a taxa de juros de curto prazo. (CINTRA, 2003 p. 261).

A maioria das intervenções do Fed busca compensar as forças de mercado que desviam o nível das reservas não emprestadas da direção determinada pelo FOMC. Diante disso, o Fed decidiu anunciar uma meta de variação para o Fed Funds Rate, ajustando a oferta e a demanda por reservas por meio de operações diárias no mercado aberto. A partir de fevereiro de 1995, o Fed adotou procedimentos formais para revelar as decisões do FOMC.

Desde então o Fed passou a adotar procedimentos para melhorar sua comunicação. Entre 1995 e 1998, um comunicado passou a ser divulgado sempre que o FOMC modificava a meta para a taxa de juros de curto prazo. Desde 2002, o FOMC passou a divulgar no segundo dia de reunião um comentário sobre as condições correntes e futuras da atividade econômica, assim como o objetivo definido para a taxa básica de juros.

Este mecanismo de comunicação aumentou a transparência da política monetária e o poder do banco central, pois as declarações da autoridade monetária passaram a ser analisadas como indicativo das decisões futuras. Por meio da retórica os comunicados buscam induzir os movimentos dos agentes econômicos no sentido de manter as taxas de juros desejadas.

O exercício de avaliação da ação da autoridade monetária se dá pela análise de sua retórica por meio de um procedimento que destaca a relevância da interação do banco central com os mercados, conforme aponta Aglietta:

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. Os desempenhos da política monetária são avaliados 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, p. 116).

A leitura das atas sugeriu a delimitação de sete subperíodos nos anos 2001-2007. Para cada um deles foi elaborado um quadro-resumo das avaliações do FOMC sobre indicadores relevantes: nível de atividade, mercado de trabalho, inflação, investimento, consumo e mercado imobiliário. A apresentação dos quadros, na quarta seção, adiante, é ilustrada pela transcrição de trechos relevantes das atas, além de trechos de pronunciamentos que ilustram a percepção do Fed nos subperíodos.

As opções do Fed devem ser analisadas à luz das concepções teóricas predominantes no período. Como se sabe, embora o Fed nunca tenha aderido formalmente ao regime de metas de inflação, o arcabouço teórico que o fundamenta era defendido por Ben Bernanke, que um ano antes da eclosão da crise sucedeu a Alan Greenspan, tido como um pragmático. As diferenças entre ambos, contudo, não deram lugar a qualquer descontinuidade nas orientações de política monetária, em especial no que se refere à conveniência e à capacidade de um banco central atuar de forma eficiente contra uma bolha de preços de ativos. Esse quadro é examinado na seção 2. Na seção 3, discute-se o contexto econômico da época, com ênfase nas avaliações sobre os efeitos da desregulamentação financeira das décadas anteriores, que supostamente teriam dotado os mercados financeiros de elevada capacidade de resistência a movimentos especulativos e aos riscos de crises graves. Na quinta seção, por fim, são apresentadas as notas finais e algumas conclusões.

2. REGRAS E DISCRICIONARIEDADE PARA GREENSPAN E BERNANKE

As concepções teóricas predominantes no Fed no período em análise podem ser avaliadas pela ótica do debate discricionariedade *versus* regras para a política monetária, o qual oferece boas referências para a avaliação das ações ou da inação do Fed diante de quadro que se desenhava como excepcional.

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).

A adoção de uma regra condiciona a política monetária ao cumprimento de uma meta. Esta pode ser do tipo monetarista, uma taxa de crescimento para um agregado monetário, que já não é utilizada, ou uma meta para a inflação, modelo a discutir para a análise da atuação do Fed antes da eclosão da crise.

Bernanke (1999) aceita as teses da ineficácia da política monetária no longo prazo e da importância da estabilidade de preços para o funcionamento do sistema econômico e defende a superioridade do regime de metas, com o anúncio público de uma meta para a inflação em um horizonte determinado de tempo.

Ainda assim, Bernanke (2003) defende que todos os regimes de política monetária seriam em alguma medida discricionários, mas 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).

Em fevereiro de 2006, Ben Bernanke assumiu a presidência do Fed. Apesar de defender a adoção de regras explícitas para a condução da política monetária antes de ocupar o cargo, Bernanke não efetuou mudanças no manejo da política monetária.

Após sua posse, afirma que a condução da política monetária realizada nos anos anteriores fora vencedora, por atingir seus objetivos. Na ocasião, Bernanke também cita que manteria a condução de política monetária da mesma maneira.

(...) 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).

Alan Greenspan fora o presidente do Banco Central americano entre agosto de 1987 e janeiro de 2006. A condução da política monetária no período Greenspan foi caracterizada por discricionariedade e pela flexibilidade. Ele gerenciou os diversos riscos enfrentados pelo Fed

e ajustou a taxa de juros em resposta aos acontecimentos e aos dados da conjuntura, que acompanhava detalhadamente. O estilo de condução da política monetária, realizada com objetivo de cumprir o duplo mandato do Fed, ficou conhecido como "padrão Greenspan". (BLINDER; REIS, 2005).

Para este trabalho é de grande interesse a análise de dois componentes do padrão Greenspan, analisados adiante. O primeiro é a abordagem para determinação da taxa de juros, denominada *risk management approach*. O segundo é a posição de Greenspan e da autoridade monetária frente à formação de bolhas em mercados específicos.

A abordagem do *risk management approach* aplicada à condução da política monetária por Greenspan nega implicitamente 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, 2003c, 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, 2004a).

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).

Assim, no lugar de adotar regras, Greenspan conduz a política monetária, segundo uma abordagem denominada por ele mesmo de *Risk Management*. Esta consiste em entender tanto quanto possível as diversas fontes de risco e incertezas com os quais se deparam os responsáveis pela política monetária, quantificar estes riscos quando possível e avaliar os custos associados com cada um. (GREENSPAN, 2004a).

Segundo Greenspan, a experiência no Federal Reserve deixou claro que a incerteza desempenha papel crucial na determinação da política monetária. A incerteza engloba tanto os acontecimentos para o qual não se conhece uma distribuição de probabilidade de sua ocorrência - "*Knightian uncertainty*" – quanto os acontecimentos que têm sua incerteza limitada por uma distribuição de probabilidade de ocorrência conhecida – denominada risco. Adicionalmente, não é possível estabelecer o tipo de incerteza no momento em que elas estão ocorrendo, de tal maneira que é mais adequado pensar em uma range que varia entre seus

extremos de riscos bem definidos para aqueles totalmente desconhecidos. A consequência desse entendimento é que a condução da política monetária nos Estados Unidos da América (EUA) passou a incluir elementos de gerenciamento de risco. Nas palavras de Greenspan:

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).

Ponto importante na condução da política monetária, e no qual Greenspan e Bernanke concordam, é a ação da autoridade monetária frente à formação de bolhas de ativos¹.

Fundamentalmente, os membros defendem que o banco central não deve agir para evitar ou amenizar o processo de formação de bolhas de ativos. A melhor ação da autoridade monetária resume-se em mitigar os efeitos contracionistas após o estouro da bolha e facilitar a transição da economia para uma próxima fase de expansão².

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).

Resta então à autoridade monetária a ação reativa para sanar efeitos contracionistas do ajuste deflacionário provocado pelo estouro da bolha, posição denominada de *benign neglect*. (BERNANKE, 2002). Entende-se que, por mais danosos que sejam os efeitos de um ajuste deflacionário, ele é menos danoso do que a tentativa de evitar-se uma bolha com uma política monetária restritiva que poderia levar todos os setores da economia a uma redução desnecessária da atividade.

3. A DESREGULAMENTAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NA ÓTICA DO FED

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, conforme Braga e Cintra:

(...) 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

¹ Vide Greenspan (2002c) e Bernanke (2002)

² O debate sobre a ação de um BC diante de uma bolha de ativos não é consensual. BORDO & JEANNE (2002) e CECCHETTI (2000 e 2003) defendem atuação mais ativa da autoridade monetária.

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. (BRAGA; CINTRA, 2004, p. 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 alteraram diversos aspectos das transações financeiras³.

Os avanços tecnológicos deram lugar ao desenvolvimento de novas técnicas de engenharia financeira e de otimização de portfólio, técnicas de securitização e o desenvolvimento dos modelos de credit scoring (assunção de risco de crédito a cada tomador) que passaram a ser amplamente utilizados.

Segundo Greenspan (2002a), as novas técnicas computacionais e a disponibilidade de informação permitiram a quantificação de riscos associada a cada carteira, aumentando a importância do profissional de risco no processo de concessão creditícia.

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 incentivar a busca por bons investimentos, a compensação do gestor passou a ser sensível ao retorno das aplicações, especialmente quando comparado aos seus concorrentes, o que resultou em dois tipos de comportamentos perversos: maior incentivo ao *tail risk*⁴ e o mimetismo⁵.

As transformações descritas acima demonstram as características de um sistema financeiro no qual os riscos, apesar de aparentemente melhor gerenciados, passaram a existir em uma nova forma ainda não plenamente reconhecida pelos participantes do mercado e pelas autoridades monetárias.

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

³ Por exemplo, no processo de crédito, as informações disponíveis – histórico de inadimplência e balanços - sobre indivíduos e firmas podem ser obtidas de fontes centralizadas, o que aumentou a disponibilidade de informações e eliminou a necessidade de acompanhamento presencial do credor pelas companhias tomadoras de recursos. Adicionalmente, estas informações passaram a ser processadas de forma automática, o que reduziu custos no processo de análise.

⁴ Em outras palavras, é o incentivo a tomar riscos ocultos aos investidores, tipicamente aqueles de severas consequências, mas de baixa probabilidade – tail risk, ou risco de cauda, em referência a cauda da distribuição de probabilidade de um determinado evento – e que oferecem remuneração não desprezível no tempo

⁵ É o incentivo ao comportamento mimético. A adoção da mesma estratégia de investimento do concorrente é um seguro contra o risco de se obter desempenho inferior ao seu grupo de comparação.

than desirable. While it is hard to be categorical about anything as complex as the modern financial system, it is possible these developments may create more financial-sector-induced procyclicality than the past. They also may create a greater (albeit still small) probability of a catastrophic meltdown. (RAJAN, 2005, p. 318).

Na percepção do Fed, 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 recentes⁶. 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, 2004a, p. 2).

As consequências do processo de desregulamentação sobre o setor financeiro, em conjunto com as novas tecnologias de informação, foram, na visão do Federal Reserve, de singular importância. As melhores técnicas de gerenciamento de risco, o desenvolvimento de produtos derivativos e o processo de securitização permitem ao setor expandir-se, financiando um maior volume de trocas, ao mesmo tempo em que os riscos foram melhor gerenciados. Estes fatores conferem maior resiliência ao setor financeiro, o que colabora para reduzir a magnitude das oscilações cíclicas.

O primeiro aspecto das transformações no setor financeiro seria o aprendizado dos grandes bancos comerciais na avaliação de seus riscos. Estes desenvolvimentos teriam contribuído para a redução da 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).

Segundo, 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, reduziram os custos e expandiram as oportunidades de proteção (*hedging risk*) que não eram mitigados nas décadas anteriores. Adicionalmente, o risco de crédito da contraparte combinado ao uso de instrumentos derivativos e ao uso de colaterais teria contribuído para o desenvolvimento de um sistema financeiro mais flexível e resiliente. (GREENSPAN, 2002a).

⁶ 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 fazia crescer a preocupação quanto ao excesso de regulação neste mercado, principalmente para os derivativos OTC (*over the counter*). A assunção de que apenas profissionais do setor financeiro atuam em tais mercados, o que dispensa a proteção necessária aos investidores não especializados, torna a regulação não somente dispensável como também prejudicial. Isto por que, em um ambiente competitivo, a busca por retornos superiores aos normais implica a posse de informações não disponíveis ao restante do mercado⁷ (GREENSPAN, 2002a).

O terceiro fator apontado para a resiliência da economia é o processo de securitização. Havia a crença de que a dispersão dos riscos poderia reduzir o efeito cascata em caso de inadimplência do credor original⁸.

The development of our paradigms for containing risk has emphasized, and will, of necessity, continue to emphasize dispersion of risk to those willing, 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).

A resiliência da economia americana às crises passou a ser tida como muito forte após o impacto modesto das crises do final dos anos 1990 e início dos anos 2000, em especial a quebra da bolsa NASDAQ em 2000 – 2001. Neste episódio, foi marcante que, apesar do estouro “da maior bolha da história”, o que fez deflacionar US\$ 8 trilhões em valor de ativos, não houve a falência de nenhuma instituição financeira - 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 e real. Estes acontecimentos teriam potencial de conduzir a economia a processos recessivos profundos, o que não ocorreu⁹ (GREENSPAN, 2002c).

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

4. O FED DE 2001 A 2007: PERCEPÇÕES E AVALIAÇÃO DE RISCO

As atas do FOMC trazem uma descrição abrangente de indicadores macroeconômicos, que podem ser agrupados para obter-se a visão do que será denominado neste trabalho de

⁷ 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 do colapso do sistema financeiro global recai na falha na “governança da regulação financeira”. Esta “falha” ocorreu apesar do conhecimento de sua existência por parte das autoridades, que mantiveram políticas desestabilizadoras e que falharam em se adaptar as inovações de um sistema financeiro dinâmico.

⁸ Na visão crítica do processo: “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).

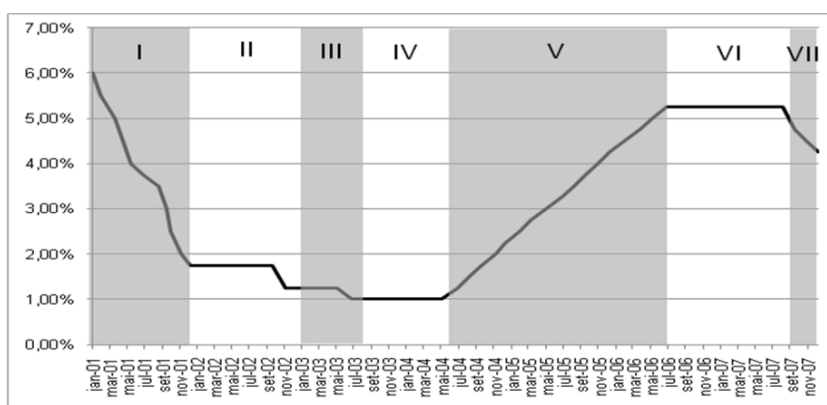
⁹ Uma explicação alternativa para esta resiliência vide por Persaud (2002).

macro setor. Assim, cada macro setor representa o agrupamento de indicadores econômicos específicos que são descritos nas atas do FOMC.

A análise dos indicadores disponíveis nas atas é realizada para dois momentos. O primeiro trata da situação corrente da economia e o segundo das perspectivas futuras. Assim, os quadros-resumo elaborados buscam exprimir também a temporalidade, trazendo para cada macro setores analisados tanto a situação corrente quanto a perspectiva.

A análise das atas sugere a divisão em oito períodos, para cada qual há um quadro resumo. Estes subperíodos foram delimitados pelo autor, segundo o critério de direcionamento da política monetária ou mudança de percepção do FOMC a cerca da situação da atividade econômica corrente e perspectiva. O Gráfico 1 demonstra os objetivos da taxa básica de juros fixados pelo FOMC e os períodos de análise, indicados pela alternância das regiões sombreadas e indicadas com o algarismo romano.

Gráfico 1: Divisão dos períodos e evolução do Fed Funds Rate de janeiro de 2001 a dezembro de 2007



Fonte dos dados primários: Federal Reserve System. Elaboração do autor

Além dos quadros-resumo, derivados da leitura das atas do FOMC entre janeiro de 2001 e dezembro de 2007, também foram analisados os pronunciamentos do presidente do banco central ao congresso norte americano. Para estes, os trechos de relevância ou que melhor exemplificam a posição do Fed sobre os temas abordados foram transcritos. Com o mesmo intuito de exemplificação, também foram transcritas algumas passagens das atas.

Período I: Janeiro a dezembro de 2001

O ano de 2001 marcou um ponto de inflexão da economia americana. Como apontado no Gráfico 1, o Fed, entre janeiro e agosto, reduziu a taxa básica de 6,00% para 3,5%, o nível mais baixo desde o início de 1994.

O Quadro 1 resume a percepção do FOMC sobre atividade econômica, mercado de trabalho, inflação, investimento (residencial e não residencial) e consumo. Sua observação

demonstra que os membros do Comitê consideravam a situação da atividade negativa, sendo que o principal fator que contribuía para a recessão era o investimento não residencial, que passava pelo processo de ajuste de excesso de estoque de capital construído na década de 90.

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.

Neste ambiente, aliado 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 do que o risco de inflação naquele momento.

Quadro 1 - quadro resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA – Janeiro de 2001 a dezembro de 2001

Atividade econômica – Negativo <ul style="list-style-type: none"> • Atividade econômica fraca <ul style="list-style-type: none"> ○ Processo de ajuste no estoque de capital • Perspectiva de recuperação da atividade no final de 2001 e no decorrer de 2002 <ul style="list-style-type: none"> ○ 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 <ul style="list-style-type: none"> ○ Setor manufatureiro é o mais debilitado
Inflação – Positivo <ul style="list-style-type: none"> • A leitura da inflação corrente e prospectiva é positiva devido: <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> <ul style="list-style-type: none"> ○ Processo de ajuste de excesso de estoque de capital ○ Deterioração das expectativas de lucro e condições futuras • Perspectiva de recuperação após termino do ajuste de excesso de estoque de capital
Investimento residencial – Positivo <ul style="list-style-type: none"> • Mercado imobiliário impulsionado <ul style="list-style-type: none"> ○ Disponibilidade de crédito ○ Baixas taxas de financiamento hipotecário
Consumo – Positivo <ul style="list-style-type: none"> • Consumo com ganhos moderados, mesmo em ambiente recessivo <ul style="list-style-type: none"> ○ Aumento da renda disponível ○ Disponibilidade de crédito a taxas reduzidas <ul style="list-style-type: none"> ▪ Impulsiona os bens de consumo duráveis • Perspectiva que haveria desaceleração do consumo <ul style="list-style-type: none"> ○ 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 ○ Aumento no nível de poupança

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração do autor

Os membros do FOMC reconheciam que o consumo apresentava uma dinâmica diferenciada. O gasto com consumo em bens e serviços manteve-se elevado, mesmo com a

redução da confiança e da renda resultante da queda no valor acionário e do mercado trabalho debilitado. Nas recessões passadas, o consumo foi o primeiro componente da demanda agregada a apresentar redução, com a crise ainda em seu estágio inicial.

O consumo era impulsionado pelo aumento da renda disponível propiciado pelos pacotes de estímulo fiscal e pelos ganhos de capital derivados da valorização dos imóveis. Por outro lado, o FOMC indicava diversos fatores que poderiam restringir a expansão do consumo nos meses seguintes, como a queda nos preços das ações e na renda do trabalho.

Cabe observar ainda que o bom desempenho do consumo deve-se em grande parte ao consumo de bens duráveis, produto cujo consumo é correlacionado com a disponibilidade de crédito. O bom desempenho do investimento residencial era impulsionado pelas baixas taxas de financiamento hipotecário.

O Fed entendia que, naquele momento, a expansão creditícia e a valorização dos imóveis em parte compensavam as perdas no mercado acionário. Em seu testemunho para o congresso de fevereiro de 2002, ao comentar o ano de 2001, o Fed afirma o papel importante do impulso do crédito no 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 em algumas ocasiões que apesar da queda do investimento não residencial, o investimento residencial apresentava bom desempenho, o que também foi apontado como fator distintivo desta etapa do ciclo de recuperação, conforme apontado na ata do FOMC 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. A taxa atingiu 1,75% em dezembro de 2001, seu menor nível em 40 anos. Greenspan, ao testemunhar para o congresso em fevereiro de 2002, 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 esta impressão. A acentuada queda

no índice de confiança tanto de empresários quanto de consumidores aumentou a percepção do Fed 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, a continuidade no processo de redução buscava limitar o efeito de uma queda ainda maior das expectativas sobre o investimento e o consumo. A percepção dos membros do FOMC, apontadas no Quadro I, permaneceram as mesmas, com a diferença de que as informações sobre os componentes da demanda estavam sujeitas a maior incerteza, o que poderia deprimir mais os investimentos e afetar negativamente o consumo.

Período II: Janeiro a Dezembro de 2002

No início de 2002, o FOMC encerrou os cortes na taxa básica de juros, mantendo-a estável durante aproximadamente dezenove meses, a exceção de novembro de 2002 e junho de 2003, quando realizou reduções de 50 e 25 pontos bases respectivamente.

Em janeiro de 2002, os membros passaram a sinalizar que a economia já havia entrado em uma fase de recuperação, apesar da grande incerteza que circundava esta afirmação. O investimento em capital fixo, restringido pelo processo de ajuste de estoque de capital, foi constantemente citado como fator fundamental para a recuperação futura. Contudo, algumas informações de que este processo de ajuste poderia estar se encerrando, em conjunto com a continuidade da expansão do consumo e do mercado imobiliário, conduziram positivamente a perspectiva do Comitê nos primeiros meses do ano. Um indicador desta mudança de percepção foi a resolução de se alterar o balanço de riscos¹⁰, que em março passou a indicar neutralidade entre risco de fraca atividade e aumento da inflação. Contudo, a boa perspectiva foi revertida no decorrer do ano, conforme os dados mostravam-se mais fracos do que o projetado no início de 2002. Assim, em agosto, novamente o Comitê modifica o balanço de riscos de neutro para risco de desaceleração da atividade.

Em novembro, mês em que o Fed realizou único corte de 50 pontos base na taxa de juros, o FOMC apontou que o consumo, fator fundamental da recuperação até aquele momento, sofreu desaceleração. Ao mesmo tempo, o investimento em capital fixo não havia se

¹⁰ Por possuir um duplo mandato de manter o nível de atividade com estabilidade de preços, o Fed, no final das atas do FOMC, aponta o que considera ser o fator preponderante para a decisão de política monetária, ou seja, se a decisão sobre a taxa de juros foi mais influenciada pelo comportamento da inflação ou se maior peso foi dada às condições da atividade econômica. Esta informação é denominada de balanço de riscos.

recuperado como imaginado no início do ano. Por fim, havia dúvidas de 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, (...) 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, 2002).

Apesar de redução realizada em face dos receios expressos em novembro de 2002, os componentes da demanda agregada comportaram-se de maneira similar ao ano anterior, conforme demonstrado pelo Quadro 2.

Quadro 2 - quadro resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA – Janeiro de 2002 a dezembro de 2002

<p>Atividade econômica – Negativo</p> <ul style="list-style-type: none"> • Atividade econômica em processo de recuperação, apesar de ainda haver elevado grau de incerteza. <ul style="list-style-type: none"> ○ Dificuldade em diagnosticar o fim do processo de ajuste de estoque de capital • Percepção quanto à recuperação foi modificada para negativa no decorrer do ano. <ul style="list-style-type: none"> ○ 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 <ul style="list-style-type: none"> ○ Setor manufatureiro é o mais debilitado
<p>Inflação – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none"> • A leitura da inflação corrente e prospectiva é positiva devido: <ul style="list-style-type: none"> ○ Fraca atividade econômica ○ Capacidade instalada ociosa ○ Mercado de trabalho negativo ○ Produtividade crescente • Atentaram para a possibilidade de deflação, apesar de a considerarem remota
<p>Investimento não residencial – Negativo</p> <ul style="list-style-type: none"> • Queda no Investimento, principalmente em equipamentos e software <ul style="list-style-type: none"> ○ 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. • O investimento em construção não residencial negativo <ul style="list-style-type: none"> ○ 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
<p>Consumo – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none"> • Consumo manteve-se em níveis elevados <ul style="list-style-type: none"> ○ Aumento da renda disponível ○ Possibilidade de extração de renda dos imóveis valorizados ○ Ampla disponibilidade de crédito <ul style="list-style-type: none"> ▪ Bom desempenho dos bens de consumo duráveis • Expectativa de que o consumo se manteria positivo, mas com crescimento não maior do que os níveis que se encontrava

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração do autor

O desempenho do consumo de bens duráveis, impulsionados pelo efeito da política monetária, condições favoráveis de crédito e contínua extração da renda decorrente da valorização dos imóveis, continuam a ser apontado pelo FOMC como fatores importantes 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

A partir de 2003 a comunicação do FOMC passou a comentar sobre os potenciais efeitos do conflito com o Iraque, atribuindo grande peso a este fator para o crescimento contido e incipiente da atividade corrente. O conflito geopolítico deprimia a expectativa e aumentava a incerteza dos empresários, contendo 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, 2003c).

Assim, manteve-se a política monetária expansionista. Em junho o 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).

Um ponto de destaque era o risco de deflação. 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 2002.

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, 2003b).

O Quadro 3 permite observar que a visão quanto à contribuição dos setores para a atividade eram semelhantes aos dois anos anteriores (Quadros 1 e 2).

Quadro 3 - quadro resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA – Janeiro de 2003 a Agosto de 2003

Atividade econômica – Negativo

<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 investimento • 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
Mercado de trabalho – Negativo <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"> ○ Setor manufatureiro é o mais debilitado
Inflação – Negativo <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
Investimento não residencial – Negativo <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 • Os investimentos em construção não residencial negativo <ul style="list-style-type: none"> ○ Baixa taxa de ocupação dos imóveis existentes. Investimento residencial (mercado imobiliário) – Positivo <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 estes fatores impulsionam novas construções
Consumo – Positivo <ul style="list-style-type: none"> • 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

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração do autor

Também foi ponto marcante na comunicação do Comitê a incerteza quanto às projeções futuras, principalmente no início do ano. Esta incerteza levou o FOMC a não divulgar o balanço de risco no mês de março de 2003. O anúncio foi retomado em maio do mesmo ano, apontando risco para atividade econômica, porém de forma menos incisiva do que os comunicados anteriores.

É importante notar que neste período, frente ao aumento das incertezas para os investimentos, continuidade do processo de ajuste de excesso de capital, risco de deflação e pouca clareza quanto aos indicadores econômicos até então disponíveis, o Comitê sinalizou em seu comunicado 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 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).

Período IV: Setembro de 2003 a Maio de 2004

O cenário de incerteza que prevalece entre janeiro e agosto de 2003 modifica-se em setembro. Neste mês há uma indicação clara de melhora na atividade. Conforme apontado no Quadro 4, houve percepção de que a recuperação econômica tomava ímpeto. 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.

Quadro 4 - quadro resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA – Setembro de 2003 a maio de 2004

Atividade econômica – Positivo <ul style="list-style-type: none"> • A expansão da atividade ocorre de maneira robusta <ul style="list-style-type: none"> ◦ Dissiparam-se as dúvidas se a recuperação estava realmente ocorrendo. • Expectativa era que a atividade continuasse a melhorar <ul style="list-style-type: none"> ◦ Recuperação com base nos investimentos ◦ Continuidade do consumo ◦ Continuidade na expansão do mercado imobiliário
Mercado de trabalho – Negativo <ul style="list-style-type: none"> • Apesar da recuperação da atividade, o índice de desemprego não melhorava <ul style="list-style-type: none"> ◦ Setor manufatureiro é o mais debilitado
Inflação – Positivo <ul style="list-style-type: none"> • Comportamento da inflação considerado estável
Investimento não residencial – Positivo <ul style="list-style-type: none"> • Melhora nos gastos com investimento em capital <ul style="list-style-type: none"> ◦ Melhor nos investimentos em equipamentos e software <ul style="list-style-type: none"> ▪ 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 melhores expectativas de retorno • Expectativa de que o investimento continuasse melhorando <ul style="list-style-type: none"> ◦ Incentivos fiscais ◦ Condições financeiras de financiamento favoráveis • Os investimentos em construção não residencial negativo <ul style="list-style-type: none"> ◦ Baixa taxa de ocupação dos imóveis existentes.
Investimento residencial (mercado imobiliário) – Positivo <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 estes fatores impulsionam novas construções
Consumo – Positivo <ul style="list-style-type: none"> • Consumo manteve-se em patamares elevados <ul style="list-style-type: none"> ◦ Possibilidade de extração de renda dos imóveis valorizados ◦ Aumento da renda disponível – pacote fiscal ◦ Disponibilidade de crédito • Perspectiva é que o consumo continue apresentando bom desempenho

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração do autor

Sobre o comportamento do mercado imobiliário no período, há uma primeira referência nas reuniões do FOMC de que os preços dos imóveis eram influenciados por fatores

especulativos. Este tipo de observação passa a ser recorrente, assim como a visão de alguns membros de que a política monetária expansionista durante muito tempo poderia encorajar que os agentes tomassem risco em excesso, conforme apontado na ata do FOMC de março de 2004:

(...) 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 aumentaria a taxa de juros em 25 pontos base a cada reunião, elevando-a de 1% para 5,25%. O que impulsionou o movimento foi o risco de inflação e a percepção de que os fatores que deprimiam a atividade haviam se dissipado.

O início do ciclo de aumento da taxa tinha o objetivo de retirar gradualmente o incentivo monetário, sem causar grandes impactos tanto no mercado quanto na atividade. O Comitê indicou reiteradamente que uma série de pequenos aumentos seriam necessário para ajustar a política monetária a um nível coerente com os objetivos de crescimento com estabilidade de preços¹¹.

O Quadro 5 demonstra que a percepção do FOMC quanto aos componentes da demanda agregada era positiva, com a preocupação maior voltando-se para a inflação.

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

<p>Atividade econômica – Positivo</p> <ul style="list-style-type: none"> • Situação corrente positiva <ul style="list-style-type: none"> ○ Continuidade do consumo ○ Continuidade do mercado imobiliário ○ Recuperação do Investimento ○ Recuperação do mercado de trabalho • Expectativa – Positiva <ul style="list-style-type: none"> ○ Em dezembro de 2004 a expectativa de crescimento era positiva <ul style="list-style-type: none"> ▪ Política monetária e condições financeiras acomodáticas ▪ 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 continuaram 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 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Redução do ritmo no mercado imobiliário ▪ Efeito do aumento na taxa de juros efetuado até o momento
<p>Mercado de trabalho – Recuperação</p> <ul style="list-style-type: none"> • O mercado gradual do mercado de trabalho <ul style="list-style-type: none"> ○ Setor manufatureiro continuou empregando menos ○ Bom desempenho do setor de serviços, principalmente setor financeiro e construção

¹¹ Mesmo com estes aumentos, a taxa real de juros, deflacionada pelo Personal Consumption Expenditures (PCE) continuava negativa.

Inflação – Positivo

- O comportamento do núcleo da inflação, apesar de ser constante ponto de atenção, manteve-se em torno do que o Comitê considera estabilidade de preço
- Principais pontos de ameaça para a inflação
 - Preço da energia em patamares elevado
 - Capacidade de repasse de preços
 - Menor “folga” dos fatores produtivos (principalmente no mercado de trabalho)

Investimento não residencial – Positivo

- Investimento, apesar de alguma volatilidade, manteve-se positivo
 - Crescimento da produção e dos lucros
 - Alta liquidez e condições favoráveis de financiamento a indústria (baixo spread no mercado de bonds)
 - Os investimentos em construção não residencial negativo
 - Baixa taxa de ocupação dos imóveis existentes.
- Expectativa positiva
 - Houve alguma volatilidade na projeção para os investimentos, mas no geral as expectativas permaneceram positivas
 - Aumento da confiança
 - Baixa taxa de juros de longo prazo e baixo spread de risco
 - Boas condições financeiras e de financiamento das empresas

Investimento residencial (mercado imobiliário) – Positivo

- Continua positivo, porém com alguns sinais de atenção
 - Taxas de juros para financiamento imobiliário, apesar do aumento no final de 2005, no geral, continuam baixas e impulsionando o mercado imobiliário
 - Alguns membros indicam fator especulativo no boom do preço dos imóveis
 - Esperava-se alguma desaceleração, mas o tempo e magnitude que aconteceria era difícil de prever

Consumo – Positivo

- Situação corrente positiva
 - Aumento da renda disponível
 - Queda no desemprego / melhora no mercado de trabalho
 - Continuidade da valorização dos imóveis e ações
 - Melhora do sentimento do consumidor
- Expectativa de consumo positivo
 - Continuidade do aumento da renda pelos fatores expostos acima
 - Fatores de risco para a continuidade do consumo
 - Aumento do preço da energia
 - Aumento da taxa de poupança
 - Queda no preço dos imóveis

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração do autor

Com o aumento da taxa básica e o possível aumento das taxas de juros de longo prazo, o FOMC expressou preocupação quanto aos efeitos no mercado imobiliário e na capacidade de extração de renda, por parte dos consumidores, em uma situação de crédito relativamente mais restritiva, conforme 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, 2005)

Uma discussão específica sobre o comportamento especulativo no mercado imobiliário ocorreu em junho de 2005. Contudo, a contra argumentação de que tal diagnóstico era tecnicamente difícil de realizar e de que havia fatores estruturais que justificavam o

comportamento daquele mercado não autorizava maiores preocupações. Além disso, 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, 2005)

Mesmo após a reunião de junho de 2005, a percepção dos membros de que os preços poderiam estar supervalorizados foi tema constante nas reuniões.

Na reunião de dezembro de 2005 discutiu-se sobre as indicações de que o mercado imobiliário estaria desacelerando e sobre os efeitos que esta 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, 2005)

A continuidade do movimento de alta nos juros foi justificada pelo comportamento da inflação. Apesar disso, os membros demonstravam preocupação quanto aos efeitos deste aumento sob as condições de crédito e sobre o consumo, constantemente relacionado à extração de renda e manutenção dos juros baixos.

Principalmente em maio e junho de 2006, os membros passaram a destacar com mais ênfase a desaceleração do gasto com consumo e do setor de construção. Por outro lado, os investimentos não eram mais um fator a contrair a demanda agregada.

Cabe destacar que janeiro de 2006 foi a última reunião de Alan Greenspan como presidente do Fed. A partir de então a função caberia a Ben Bernanke.

Período VI: Agosto de 2006 a agosto de 2007

O ciclo de alta terminaria em agosto de 2006, com a fed funds em 5,25%. A pausa no ciclo de alta foi induzida pela desaceleração dos níveis de atividade. Segundo percepção do FOMC, esta desaceleração era esperada, resultado dos efeitos da política monetária até então adotada e pela desaceleração no mercado imobiliário. Este último indicado como um dos

fatores que poderiam exercer maior efeito depressivo sobre a atividade. Por outro lado, a principal preocupação do FOMC continuaria a ser o risco inflacionário.

(...) 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).

Quadro 6 - quadro resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA – agosto de 2006 a agosto de 2007

<p>Atividade econômica – Negativa</p> <ul style="list-style-type: none"> Situação corrente negativa <ul style="list-style-type: none"> Contração na construção de residências afeta toda a economia Redução na produção de motores para veículos Perspectiva que a economia continuasse desacelerando, enquanto perdurassem os efeitos contracionista derivados do mercado de construção de residências. Terminados estes efeitos, 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, emprego no setor manufatureiro continua fraco / debilitado Comitê considera o mercado de trabalho como fator que pode pressionar o aumento dos preços
<p>Inflação – Negativo</p> <ul style="list-style-type: none"> Comitê considerava o núcleo de inflação em níveis relativamente altos As expectativas de inflação eram 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 dos 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 expectativa futura era positiva <ul style="list-style-type: none"> Boas condições de financiamento e liquidez 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 era 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 renda disponível continuou aumentando, mesmo com a queda no mercado imobiliário, devido a valorização no mercado acionário Condições financeiras favoráveis Melhora no mercado de trabalho e na renda Expectativa para consumo é positiva, apesar do alto grau de incerteza derivado dos acontecimentos no mercado imobiliário

Fonte: Atas do FOMC, elaboração do autor.

Durante todo o período de agosto de 2006 a agosto de 2007 o setor de construção, afetado pela grande quantidade de imóveis residenciais disponíveis, exerceu efeito contracionista sobre a atividade. O FOMC não esperava que o ajuste que ocorria no mercado imobiliário continuasse e apostavam 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 demonstraram desaceleração. Além disso, o mercado de trabalho continuava a melhorar. Apesar da desaceleração no setor de construção, a leitura das atas indica maior preocupação dos membros com o comportamento da inflação.

Cabe destacar que, em 9 de agosto de 2007, o banco Frances BNP-Paribas, suspendeu o resgate de cotas de três fundos imobiliários sob sua administração¹². Mesmo antes, em abril de 2007, a falência da New Century Financial Corporation – o segundo maior credor de hipotecas do tipo sub prime dos EUA já eram prelúdios do que estava por vir.

Período VII: Setembro de 2007 a dezembro de 2007

Após a reunião de agosto, o Fed observou que os participantes do mercado financeiro demonstravam maiores preocupações quanto à liquidez e risco 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.

Este primeiro conjunto de medidas indica a rápida deterioração nas condições econômicas observadas pelo Federal Reserve. Nas três últimas reuniões de 2007 a política monetária voltou-se definitivamente aos 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

¹² Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS Euribor e BNP Paribas ABS Eonia

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. (FDERAL RESERVE BOARD, 2007)

O Quadro 7 demonstra que, diferentemente do período agosto de 2006 a agosto de 2007, a expectativa para a atividade futura já não era positiva, uma vez que a crise tomava contornos mais drásticos do que inicialmente imaginado. Ao mesmo tempo, a ênfase na inflação dá espaço aos desdobramentos que o ajuste no mercado imobiliário teria sobre a atividade.

Quadro 7 - quadro resumo das atas do Federal Open Market Committee – EUA – setembro 2007 a dezembro 2007

Atividade econômica – Negativa <ul style="list-style-type: none"> • 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 <ul style="list-style-type: none"> ○ Grande parte das perdas está relacionada a serviços e setores relacionados ao mercado imobiliário
Inflação – Positivo <ul style="list-style-type: none"> • Inflação corrente era fator de preocupação • Expectativa era de arrefecimento da inflação com a 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
Consumo – Negativo <ul style="list-style-type: none"> • Dados apontam desaceleração do consumo corrente <ul style="list-style-type: none"> ○ Condições de crédito mais restritas ○ Continuidade do ajuste no setor imobiliário pode estar afetando outros setores • Perspectiva que o consumo voltasse a crescer em 2009, conforme diminuísse os efeitos restritivos do mercado imobiliário

Fonte: Atas do FOMC. Elaboração do autor

Os efeitos da restrição do crédito e o aumento da incerteza eram considerados como fator de risco para a atividade nos períodos posteriores. Não obstante, os participantes acreditavam que a resiliência demonstrada pela economia americana nos episódios de crise anteriores deixava a possibilidade de que o ajuste advindo do mercado imobiliário seria 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 (FDERAL RESERVE BOARD, 2007)

Tal argumento retoma a visão propalada pelo ex-presidente, Alan Greenspan, e sugere que a crise foi subavaliada pela autoridade monetária. Cabe notar que o ritmo de redução da taxa básica nos reuniões de novembro e dezembro 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.

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, 2007).

5. CONCLUSÕES

A análise das atas do FOMC e de pronunciamentos dos presidentes do Fed no período revela a percepção da autoridade monetária sobre os processos em curso e os elementos que foram considerados nas decisões adotadas. A resiliência da economia dos EUA passou a ser tida como muito forte após o impacto modesto das crises do final dos anos 1990 e início dos anos 2000, principalmente a quebra da NASDAQ. Além disso, Greenspan defendia a flexibilidade no manejo da taxa de juros e era contrário à atuação do banco central frente à formação de bolhas. A visão sobre o processo de desregulamentação era otimista e incluía a crença de que os novos produtos financeiros ajudavam a mitigar riscos, o que desaconselhava o aumento da regulação nos mercados de derivativos. O otimismo do Fed não considerava toda a gama de novos riscos que surgiam.

Greenspan defendeu e praticou uma política monetária discricionária para atingir o duplo mandato do Fed. Em sua opinião, o ambiente econômico em constante mudança demandava da autoridade monetária flexibilidade para se adaptar as novas situações. Por isso, em lugar de regras, Greenspan defendia o *risk management approach*, ou seja, entender as diversas fontes de risco e incerteza com que se deparam os responsáveis pela política monetária, quantificar esses riscos quando possível e avaliar os custos associados a cada um deles.

Portanto, a análise das avaliações do Fed após 2001 revela um banco central otimista quanto à resistência de seu sistema financeiro, dirigido por um banqueiro central que conduz a política monetária de forma discricionária e que procura medir os riscos de todas as suas decisões, tanto com Greenspan quanto com Bernanke. Adicionalmente, nenhum dos dois

presidentes acreditava que o BC possa tomar alguma ação para impedir ou mesmo reduzir os efeitos da formação de uma bolha.

É com base nestas concepções que ambos conduzem a política de FED no período de que precedeu a crise e que sugere a subavaliação do tamanho e dos efeitos que o ajuste proveniente do mercado imobiliária teria sobre a economia americana e mundial.

Os efeitos da crise seriam realmente conhecidos, após 2007, quando os mecanismos que teoricamente tornavam o sistema resistente (gerenciamento de risco e técnicas de securitização) não só falharam, como se mostraram um dos principais problemas. Naquele momento, a ação reativa do Banco Central teria de ser levada a níveis extremos, dada a subavaliação do ajuste pelo qual passaria a economia norte-americana.

6. REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. *Macro-économie 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>>
- _____. *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>>.
- _____. *S. Asset-Price "Bubbles" and Monetary Policy*. In: The New York Chapter of the National Association for Business Economics, Nova Iorque, out. 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.
- BORDO, M. D.; JEANNE, O. *Monetary Policy and Asset Prices: Does "Benign Neglect" Make Sense?* IMF Working Paper, n. 02/225, dez. 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, p. 253 – 307, 2004.
- CECCHETTI, S. G. et al. *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva Reports on the World Economy, Centre for Economic Policy Research, 2000.
- CECCHETTI, S. G. *What FOMC says and does when the stock market booms*. In: FEDERAL RESERVE OF AUSTRALIA CONFERENCE ON ASSET PRICES AND MONETARY POLICY, 19 Ago. 2003, Sydney, Paper, Sydney, ago. 2003.
- CINTRA, M. A. M. *A operacionalidade e a lógica de funcionamento da política monetária dos Estados Unidos*. Revista Economica, vol. 5, no. 2. Rio de Janeiro: Departamento de Economia/UFF, p. 239 – 277, 2003.
- GREENSPAN, A. *The Crisis*. 2010. Disponível. em: <<http://www.brookings.edu/>>. Acesso em: 21 jun. 2010
- _____. *Economic flexibility*. In: TREASURY ENTERPRISE CONFERENCE, 2004, Londres, Remarks by Chairman Alan Greenspan... Londres, jan. 2004a.
- _____. *Risk and uncertainty in monetary policy*. In: MEETINGS OF THE AMERICAN ECONOMIC ASSOCIATION, California, jan. 2004b.
- _____. *Opening Remarks*. In: MONETARY POLICY AND UNCERTANTY: ADAPTING TO A CHANGING ECONOMY, Kansas, ago. 2003a.

-
- _____. *Testimony of Chairman of Federal Reserve Board's semiannual monetary policy report to the Congress*. Jul. 15, 2003b. 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, 2003c. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2003/february/testimony.htm>>
-
- _____. *Regulation, Innovation, and Wealth Creation*. In: SOCIETY OF BUSINESS ECONOMISTS, 2002, Londres, Remarks by Chairman Alan Greenspan... Londres, set. 2002a.
-
- _____. *Word Finance and Risk Management*. In: LANCASTER HOUSE, Londres, 2002, Londres, Remarks by Chairman Alan Greenspan... Londres, set. 2002b
-
- _____. *Economic volatility*. In: RETHINKING STABILIZATION POLICY, 2002, Kansas, Opening Remarks... Kansas, ago. 2002c.
-
- _____. *Cyclicalilty and Banking Regulation*. In: CONFERENCE ON BANK STRUCTURE AND COMPETITION, 2002, Chicago, Remarks by Chairman Alan Greenspan... Chicago, mai. 2002d.
-
- _____. *Testimony of Chairman of Federal Reserve Board's semiannual monetary policy report to the Congress*. Fev. 27, 2002e. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2002/february/testimony.htm>>
- FEDERAL RESERVE BOARD. Minutes of the Federal Open Market Committee. Vários numeros Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov>>.
- FEDERAL RESERVE MONETARY POLICY REPORT, 2002. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm>. Acesso em: 04 ago. 2008.
- LEVINE, R. *The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis*. BIS working papers, n. 329, 2010.
- PERSAUD, A. *Where have all the financial risks gone?* Gresham College Lectures, nov. 2002. Disponível em: <<http://www.gresham.ac.uk/event.asp?PageId=45&EventId=63>>. Acesso em: 02 dez. 2010
- RAJAN, R. G. *Has Financial Development Made the Word Riskier?* In: THE GREENSPAN ERA: LESSONS FOR THE FUTURE, 2005, Kansas, Artigos... Kansas, p. 313-385, 2005. Disponível em: <<http://www.kc.frb.org>>. Acesso em: 25 Set. 2008.