

Finanças



1290004757

TCC/UNICAMP  
M366a  
IE



UNICAMP

INSTITUTO DE ECONOMIA

**A Atuação do Federal Reserve sob as Finanças Desregulamentadas –**

*A Crise do Subprime e as respostas do Federal Reserve*

**Campinas, 2009.**

**PROFESSORA ORIENTADORA: Prof<sup>ª</sup>. Dra. Adriana Nunes Ferreira**

**ALUNA: Lígia Dionízio Martins**

Lígia Dionízio Martins

TCC/UNICAMP  
M366a  
1290004757/IE

201006026

**A Atuação do Federal Reserve sob as Finanças Desregulamentadas –**

*A Crise do Subprime e as respostas do Federal Reserve*

Monografia apresentada como pré-requisito de conclusão do curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Campinas, sob a orientação da Prof<sup>a</sup>. Dra. Adriana Nunes Ferreira.

Campinas

2009

Lígia Dionízio Martins

## **A Atuação do Federal Reserve sob as Finanças Desregulamentadas –**

### *A Crise do Subprime e as respostas do Federal Reserve*

Monografia apresentada como pré-requisito de conclusão do curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Campinas.

Orientadora: Prof<sup>ª</sup>. Dra. Adriana Nunes Ferreira.

#### COMISSÃO EXAMINADORA:

---

Prof<sup>ª</sup>. Dra. Adriana Nunes Ferreira  
Universidade Estadual de Campinas

---

Prof<sup>ª</sup>. Dra. Simone de Deos  
Universidade Estadual de Campinas

Campinas, 23 de dezembro de 2009.

## SUMÁRIO

Introdução .....	5
Capítulo 1: A operacionalidade da Política Monetária do Federal Reserve à luz da evolução dos mercados financeiros .....	7
1. A operacionalidade e os instrumentos de política monetária do Federal Reserve.....	12
Capítulo 2: Síntese das medidas de Política Monetária implementadas durante a crise.....	19
1. Operacionalização dos instrumentos de Política Monetária em resposta à Crise do <i>Subprime</i> .....	20
2. O Balanço do Federal Reserve.....	28
Capítulo 3: O discurso adotado pelo Federal Reserve no último trimestre de 2008 .....	30
1. As declarações do FOMC – Setembro/ 2008 a Janeiro/ 2009.....	31
2. Os discursos efetuados por Ben S. Bernanke – Outubro e Dezembro de 2008.....	34
Conclusão .....	40
Referências Bibliográficas	

## INTRODUÇÃO

---

A crise do *Subprime*, cujos movimentos iniciais foram sentidos em meados de 2007 e cujos reflexos nos mercados financeiros e na economia real ainda persistem no momento em que este trabalho é escrito, é considerada por muitos a mais profunda crise desde a Grande Depressão da década de 1930. Desde o momento em que a crise se aprofundou intensamente, em setembro de 2008 após a quebra do banco de investimento Lehman Brothers, até o período atual, os bancos centrais de inúmeros países, no exercício de suas funções de prestador de última instância e garantidor da estabilidade financeira, implementaram uma série de medidas de provisão de liquidez, mais ou menos pioneiras. O objetivo deste trabalho é discutir a atuação do *Federal Reserve* (Fed), banco central norte-americano, entre os meses de setembro e dezembro de 2008, considerado o período mais agudo da crise do *Subprime*.

O foco da análise será os Estados Unidos não só por ser onde se mantêm os maiores investidores institucionais e onde se estabelece a mais profunda e líquida praça financeira, mas principalmente por considerarmos este o agente fundamental do processo de liberalização e desregulamentação financeira sob o qual se organizou, em escala mundial, um “regime de acumulação com dominância financeira” (Chesnais, 2005, p.26), definido como “um sistema de relações econômicas e sociais internas e internacionais cujo centro é a finança e que está apoiado nas instituições financeiras e políticas do país hegemônico (...)” (Chesnais, 2005, p.26). A acumulação financeira é entendida como a valorização nas esferas financeiras de riqueza centralizada em instituições especializadas (os investidores institucionais), isto é, valorização fora do ciclo produtivo.

As três décadas que se seguiram à 2ª Guerra Mundial foram marcadas pela “repressão financeira” (Belluzzo, 2005, p. 8), na forma de segmentação do sistema bancário, controles quantitativos de crédito, prevalência do crédito bancário sobre operações de mercados de capitais, tetos para as taxas de juros e restrições ao livre movimento de capitais, todos inseridos em um padrão virtuoso de crescimento das economias nacionais. Porém, ao final da década de 1960, fatores como a aceleração das pressões inflacionárias, o excesso de dólares nas economias (materializado na criação do euromercado, na reciclagem de petrodólares, etc.) e o abandono do sistema de

paridade determinaram o esgotamento do sistema supracitado e abriram espaço para o avanço da internacionalização do capital financeiro.

Com o aprofundamento da desregulamentação e liberalização financeira, a ampliação do endividamento público norte americano e as medidas de contenção da desvalorização do dólar, os mercados de capitais e, conseqüentemente, os agentes e instrumentos relacionados ganharam importância. Este padrão de organização, ao mesmo tempo em que se mostra extremamente sensível aos possíveis riscos de iliquidez – “a base do “poder da finança”” (Chesnais, 2005, p.42) – é extremamente propício à formação de bolhas, em ambiente de alta alavancagem.

No capítulo 1 procuraremos aprofundar a análise destas mudanças às quais nos referimos acima. Ainda, procuraremos entender a operacionalidade básica da implementação da política monetária pelo Fed, para proceder na seção seguinte à observação dos instrumentos de provisão de liquidez utilizados no período de setembro a dezembro de 2008. Procurar-se-á analisar o papel da autoridade monetária na recomposição dos mercados financeiros não só do ponto de vista das operações de provisão de liquidez efetivamente implementadas mas também do ponto de vista da ação sob as expectativas do mercado, por meio dos anúncios que se seguem às reuniões do comitê de política monetária e discursos efetuados por Ben Bernanke, presidente do Fed desde fevereiro de 2006.

O argumento fundamental que permeará este trabalho é o de que, na medida em que avançaram as transformações nos mercados financeiros que culminaram na “mundialização financeira” (Chesnais, 2005, p.46), o papel, o padrão de intervenção e o alcance das medidas de política tradicionais (consideradas aqui como as operações de mercado aberto, a janela de redesconto e o compulsório) do Fed alteraram-se. Assim, em momentos de “normalidade” dos mercados (fora de situações de crises financeiras) espera-se operação acomodativa da autoridade monetária, enquanto que em momentos de desequilíbrios nos mercados, esta deve agir fornecendo aos agentes a liquidez necessária para o restabelecimento da normalidade. “Depois de ter dado ao poder da finança seus fundamentos por meio da alta das taxas de juros, (os bancos centrais) se prestam a fornecer o oxigênio aos mercados, quase permanentemente” (Chesnais, 2005, p.43).

### **A operacionalidade da Política Monetária do Federal Reserve à luz da evolução dos mercados financeiros**

O objetivo deste capítulo é examinar o corrente padrão de funcionamento da política monetária americana, procurando analisar a forma e o foco de atuação, além dos principais instrumentos do *Federal Reserve* (Fed), o banco central norte americano. Procuraremos argumentar que os processos de liberalização e internacionalização financeira, pelos quais se expandiu o papel desempenhado pelos mercados de capitais e aumentou a participação relativa dos investidores institucionais (Cintra, 2004, p.4), determinou alterações no padrão de atuação da autoridade monetária ao longo da segunda metade do século XX, inclusive com relação ao alcance dos instrumentos tradicionais de política monetária.

Segundo Belluzzo (1995):

“(...) a evolução da crise do sistema de crédito internacionalizado e as respostas dos Estados Unidos ao enfraquecimento do papel do dólar criaram as condições para o surgimento de novas formas de intermediação financeira e para o desenvolvimento de uma segunda etapa da globalização. Esse processo de transformações na esfera financeira pode ser entendido como a generalização e a supremacia dos mercados de capitais em substituição à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos” (Belluzzo, 1995, p.16).

Na tentativa de entender o argumento exposto acima, cabe um breve exame das mudanças estruturais que sofreram os mercados financeiros, principalmente a partir da segunda metade do século XX.

A chamada Era de Ouro do capitalismo, período entre o pós-guerra e o final da década de 1960 no qual prevaleceu o marco regulatório de Bretton Woods, teve como motor dinâmico a economia norte americana, que desfrutava dos benefícios da *seignorage* (Belluzzo, 1995, p.13), decorrente do efetivo posicionamento dos EUA como país emissor da moeda reserva do sistema. Assim, a economia americana funcionou como fonte de demanda efetiva para o resto do mundo, que se materializou sob a forma de gastos militares, investimentos diretos e de sua consolidação como provedor último de liquidez internacional.

Estabeleceu-se então um ciclo, a princípio virtuoso, de crescimento da economia mundial, inundada pela abundante oferta de dólares. No entanto, esta liquidez excessiva não poderia deixar de ter como contrapartida o crescente déficit no balanço de pagamentos norte americano (que, a partir dos anos 1970 foi intensificado pelo déficit comercial), desequilíbrio que gerou fortes pressões e movimentos especulativos contra o dólar, até o ponto em que o sistema de paridades fixas de Bretton Woods teve de ser abandonado.

Outra importante consequência do papel desempenhado pelos EUA foi a expansão dos sistemas bancários nacionais, notadamente o norte americano, na primeira etapa da internacionalização financeira: a operação dos grandes bancos comerciais no Euromercado, marcado pela impossibilidade de supervisão pelas autoridades monetárias e pela sustentação da expansão do crédito, em níveis crescentes de alavancagem associado a operações de maior risco. Cabe destacar que neste momento a intermediação financeira se dá nos moldes da atuação mais “tradicional” dos bancos comerciais, então principais agentes financeiros, que geram ativos (operações de crédito) e, em geral, os carregam até seu vencimento (Freitas & Cintra, 2008, p.2), sendo sua rentabilidade consequência direta do *spread* da operação.

Este padrão de organização, e de maneira geral, todo arcabouço regulatório originário do Sistema de Bretton Woods, bem como os movimentos contra o dólar foram alterados em 1979 após aumento sem precedentes da taxa básica de juros da economia, promovido pelo Fed, para níveis próximos de 20% a.a., claramente com o intuito de defender o papel do dólar como moeda reserva. Como sugere Belluzzo (1995, p.15), esta medida não só acabou com o papel acomodativo exercido pelos EUA, como foi uma das principais causas das transformações subsequentes sofridas pelo sistema financeiro internacional, em um novo contexto de instabilidade financeira (marcado por forte instabilidade dos movimentos de capitais e de variabilidade do câmbio). Outro elemento importante é a passagem de um contexto onde imperavam baixíssimos níveis das taxas de juros para um de taxas francamente positivas.

Com a recuperação da centralidade monetária dos EUA intensificaram-se os déficits gêmeos no país, fator importante “para dar um segundo impulso e uma nova direção ao processo de globalização financeira” (Belluzzo, 1995, p.16). Chesnais (2005) destaca que a formação dos mercados de títulos públicos (securitizados), em movimento deliberado dos EUA e em um contexto de livre movimentação de capitais, acomodou as necessidades de dois atores fundamentais: o governo norte americano (e posteriormente

o governo de outros países), que garantiu o financiamento de seus déficits via mercado financeiro, e os investidores institucionais, que foram servidos de um ativo com mercado extremamente líquido, com remuneração positiva e garantida (e, principalmente, que constitui refúgio em momentos de instabilidade nos mercados financeiros). Assim, os mercados de obrigações públicas se tornam “(...) “a espinha dorsal” dos mercados de obrigações internacionais – o lugar onde se detém uma fração variável, mas sempre elevada, de ativos financeiros mundiais. Mesmo se as taxas de juros são muito baixas para responder a outras necessidades de sustentação dos mercados financeiros, a segurança das aplicações continua a fazer delas um refúgio (o que é chamado de *flight to quality*)” (Chesnais, 2005, p.41).

Do ponto de vista do sistema bancário as conseqüências deste “re-enquadramento” promovido pelos EUA envolveram perdas significativas nas operações de crédito relativas à reciclagem dos petrodólares (financiamento ao Terceiro Mundo), o que acabou por favorecer a desconfiguração do *modus operandi* bancário empreendido até então (o modelo de originar ativos e segurar até o vencimento) e a ascensão de novos atores (e.g. investidores institucionais) e instrumentos financeiros. Ainda que as economias de maneira geral e, em particular, os mercados financeiros, principalmente nos EUA, estivessem evoluindo no sentido de menor regulamentação, a grande fragilidade experimentada pelos bancos gerou a necessidade de estabelecimento de arcabouço regulatório destinado a assegurar a solidez do sistema bancário.

Assim, em 1988 foi assinado o Acordo de Basileia, medida idealizada pelo Comitê da Basileia para Regulação e Supervisão Bancária e que visava estabelecer obrigatoriedade de manutenção de requerimentos mínimos de capitais, ponderados pelo risco, nos balanços das instituições bancárias. Os ativos que eram alvo de aplicação pelos bancos foram categorizados de acordo com o risco e o montante correspondente de capital a ser provisionado, de forma que títulos do governo de países da OCDE, por exemplo, não requeririam provisionamento, enquanto títulos de governo de países emergentes deveriam ser provisionados em montante equivalente ao seu valor total. A taxa mínima de manutenção de capital foi estabelecida em 8%.

Este avanço no sentido de maior regulamentação da atividade bancária foi de encontro aos movimentos intensos de inovações financeiras inseridos nos processos de desregulamentação financeira. A obrigatoriedade de manutenção de requerimentos de capitais gerou intenso movimento contrário que tinha como objetivo liberar recursos para ampliação dos empréstimos. A solução foi no mesmo sentido da formação dos

mercados de títulos públicos: a utilização de instrumentos que permitissem a “retirada” do balanço dos bancos daqueles ativos que geravam a necessidade de manutenção de montantes de capital, instrumento que transformasse um empréstimo em um título negociável e que passaria a ser uma estrutura de mercados de capitais e não ativo bancário. Assim, procede a titularização, ou securitização, também dos empréstimos bancários e a formação de amplo mercado de títulos cujo ativo subjacente são as operações de empréstimo.

Neste contexto, e principalmente com o fim da segmentação do sistema financeiro americano, facilitou-se “a conglomeração e o **envolvimento dos bancos com o financiamento de posições nos mercados de capitais** e em operações ‘fora de balanço’” (Freitas & Cintra, 2008, p.2, grifos próprios). Alterou-se paulatinamente aquele “antigo” modelo de originar e carregar ativos: os bancos passaram a gerar ativos com o objetivo de vendê-los nos mercados de capitais para as instituições financeiras não-bancárias “originando taxas, comissões e ganhos de capital” (Freitas & Cintra, 2008, p.2), aprofundando e tornando mais complexas e nebulosas as interações entre os agentes e instrumentos bancários e os agentes e instrumentos dos mercados de capitais.

O aprofundamento destes movimentos descritos acima gerou alterações significativas na estrutura do sistema financeiro americano, com grande parte da gestão da riqueza e do crédito migrando das instituições de depósito para os investidores institucionais.

Como podemos verificar na Tabela 1 abaixo, a partir dos anos 1990 a participação das instituições de depósito na composição do sistema financeiro americano sofreu queda expressiva, passando de 34,5% em 1990, para 24,3% em 2005 e 27,6% em 2008 (o aumento de participação deste ano com relação a 2007 deve-se às grandes perdas de ativos sofridas pelos grandes investidores institucionais neste período).

A participação dos Fundos de Pensão, que praticamente dobrou entre 1960 e 2000, apresentou-se praticamente constante até 2007. A violenta queda de participação verificada em 2008, de aproximadamente 20%, decorre das perdas sofridas com a crise.

Destaca-se o importante ganho de participação dos Fundos de Investimento e das Agências Federais no período, sendo as últimas os únicos agentes (excluindo-se as instituições depositárias) que ganharam participação em 2008.

Tabela 1. Evolução dos Ativos do Setor Financeiro dos EUA

Em %	1960	1970	1980	1990	2000	2005	2006	2007	2008
<b>Instituições de Depósito</b>	<b>54,6%</b>	<b>49,9%</b>	<b>49,3%</b>	<b>34,5%</b>	<b>22,0%</b>	<b>24,3%</b>	<b>23,4%</b>	<b>23,2%</b>	<b>27,6%</b>
Bancos Comerciais	36,0%	32,8%	31,2%	23,6%	17,5%	19,4%	19,1%	19,0%	23,6%
Instituições de Poupança	17,6%	16,0%	16,7%	9,4%	3,3%	3,5%	3,0%	2,9%	2,6%
União de Crédito	1,0%	1,1%	1,4%	1,5%	1,2%	1,4%	1,3%	1,2%	1,4%
<b>Companhias de Seguro</b>	<b>22,4%</b>	<b>15,9%</b>	<b>13,6%</b>	<b>13,4%</b>	<b>10,8%</b>	<b>11,1%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,3%</b>	<b>9,8%</b>
Vida	18,2%	12,7%	9,8%	9,6%	8,5%	8,6%	8,3%	8,0%	7,6%
Outras	4,2%	3,2%	3,8%	3,8%	2,3%	2,5%	2,4%	2,2%	2,2%
<b>Fundos de Pensão</b>	<b>11,7%</b>	<b>13,3%</b>	<b>16,5%</b>	<b>19,6%</b>	<b>20,3%</b>	<b>18,0%</b>	<b>18,2%</b>	<b>17,5%</b>	<b>13,8%</b>
Privados	6,4%	7,8%	10,8%	11,5%	11,9%	10,5%	10,7%	10,3%	7,8%
Públicos (Estaduais e Locais)	3,1%	3,8%	4,1%	5,7%	6,2%	5,4%	5,5%	5,2%	3,9%
Públicos (Federais)	2,2%	1,7%	1,6%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	2,1%
<b>Fundos de Investimento</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>8,2%</b>	<b>17,3%</b>	<b>16,5%</b>	<b>17,2%</b>	<b>18,1%</b>	<b>15,9%</b>
Mercado Monetário	0,0%	0,0%	1,6%	3,5%	4,9%	4,0%	4,1%	4,9%	6,3%
Fundos Mútuos	2,7%	3,0%	1,3%	4,3%	12,0%	12,0%	12,5%	12,7%	9,2%
Fundos Mútuos Fechados	1,0%	0,4%	0,2%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%
<b>Agências Federais</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,3%</b>	<b>6,5%</b>	<b>10,6%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,6%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,4%</b>	<b>14,1%</b>
GSE <sup>4</sup>	1,8%	3,0%	4,1%	3,4%	5,3%	5,6%	5,1%	5,1%	5,7%
Federally R. Mortgage Pools <sup>5</sup>	0,0%	0,3%	2,4%	7,2%	6,7%	7,0%	6,8%	7,2%	8,4%
<b>Finance + Mortgage Companies</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,1%</b>
<b>Security Brokers and Dealers</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,9%</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,0%</b>	<b>3,7%</b>
<b>Outros<sup>3</sup></b>	<b>0,0%</b>	<b>8,7%</b>	<b>5,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>11,2%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,5%</b>	<b>12,0%</b>
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: Flow of Funds Accounts of the United States, n° de 17 de setembro de 2009 - Federal Reserve (para os anos de 2005 a 2009). Cintra, 2004, p.4, para os anos de 1960 a 2000

Notas: <sup>4</sup> Government Sponsored Enterprises incluem Federal Home Loan Banks, Fannie Mae, Freddie Mac, Federal Agricultural Mortgage Corporation, Farm Credit System, the Financing Corporation e a Resolution Funding Corporation (a Student Loan Marketing Association foi incluída somente até 2004)

<sup>5</sup> GNMA, Fannie Mae, Freddie Mac, FAMC e Farmers Home Administration pools

<sup>3</sup> Incluem Bank Personal Trust and Estates, Issuers of Asset-Backed Securities, Real State Investment Trusts e Funding Corp.

Uma vez que a política monetária é implementada sobre as instituições de depósito, visando a transmissão de seus efeitos para o resto da economia, verifica-se que o Fed passou a exercer influência direta sobre uma parcela do sistema financeiro americano que sistematicamente perde participação, ou como sugere Cintra “(...) a habilidade do Federal Reserve influenciar a expansão ou contração creditícia foi fortemente prejudicada pelo crescimento dos investidores institucionais e pela internacionalização dos fluxos de capitais.” (Cintra, 2004, p.4). No entanto, como pretendemos discutir mais adiante, verifica-se que a operacionalidade da política monetária flexibilizou-se a medida que avançaram os processos de internacionalização e desregulamentação dos mercados financeiros. Cintra sintetiza estas mudanças como a ascensão das operações no mercado aberto como principal instrumento de políticas:

“(…) O Federal Reserve, a partir dos anos 70, passou a balizar as taxas de juros de curto prazo através da *federal funds rate*. As reservas compulsórias e a taxa de redesconto perderam importância como instrumento de controle monetário. Os títulos

públicos (portanto, a dívida pública) tornaram-se os principais instrumentos de controle de liquidez dos mercados monetários.” (Cintra, 2004, p. 1)

Ainda que politicamente independente, o Fed é obrigado a coordenar sua política monetária com os objetivos de todo o espectro das políticas públicas do governo e a fazê-lo em cooperação com as outras instituições governamentais (como, por exemplo, o Tesouro)<sup>1</sup> (Guttmann, 2008, p.1). Seu mandato, como definido no *Federal Reserve Act*, define como objetivos primordiais da política monetária promover a estabilidade dos preços e o máximo emprego, visando manter taxas de juros moderadas no longo-prazo. Estes objetivos, eminentemente conflitantes, são priorizados de acordo com o momento do ciclo econômico. Considerando a posição central que a moeda americana desempenha no sistema monetário internacional e a virtualmente ilimitada capacidade de financiamento dos déficits gêmeos<sup>2</sup>, em momentos de crise e particularmente durante a atual crise do *Subprime*, o Fed pôde implementar uma série medidas anti-cíclicas. Concluímos então que, junto com a flexibilização adquirida pela instituição diante das transformações estruturais dos sistemas financeiros, veio o “mandato” de elaborar e expandir quaisquer instrumentos necessários ao exercício de suas funções de prestador de última instância e garantidor da estabilidade do sistema, em um contexto de crescente instabilidade financeira.

### **1. A operacionalidade e os instrumentos de política monetária do *Federal Reserve***

O objetivo da operacionalização dos instrumentos de política monetária é influenciar a demanda e oferta de reservas pelas instituições depositárias, de forma a manter a *federal funds rate* (a taxa cobrada pelos bancos nos empréstimos no mercado interbancário) próxima a meta estabelecida pelo *Federal Open Market Committee* (FOMC). A demanda por reservas é formada a partir da necessidade de manutenção dos depósitos compulsórios e reservas excedentes, enquanto a oferta é composta pelas operações de mercado aberto (reservas não-emprestadas) e de redesconto (reservas emprestadas), há ainda os fatores autônomos que afetam a oferta de reservas e sobre os quais a autoridade monetária possui pouco ou nenhum controle.

Em seguida procuraremos examinar estes elementos da demanda e oferta que, uma vez que ficam sob o controle da autoridade monetária, constituem os instrumentos

---

<sup>1</sup> Pelo *Humphrey-Hawkins Full Employment and Balance Growth Act* de 1978.

<sup>2</sup> Dado o grande acúmulo de reservas internacionais, majoritariamente sob a forma de títulos da dívida pública americana, pelos países asiáticos, notadamente a China.

convencionais de política monetária. Esta análise será elaborada buscando destacar o papel central desempenhado pelas operações de mercado aberto em detrimento dos outros instrumentos, uma vez que aquele é o instrumento que exige o menor grau de regulamentação.

### **1.1. Demanda por reservas -- Os depósitos compulsórios e as reservas excedentes**

O total de reservas requeridas é a soma das reservas que as instituições depositárias devem manter junto ao seu *Reserve Bank* (banco membro do *Federal Reserve System* mais próximo à instituição depositária) para cobrir a reserva compulsória e as reservas para *clearing* (liquidação de operações). Além das reservas requeridas mantidas junto ao sistema do Fed, os bancos mantêm uma parcela das reservas compulsória nos próprios cofres (*vault cash*). São sujeitos ao recolhimento bancos comerciais membros do *Federal Reserve System*, bancos não-membros, filiais e agências de bancos estrangeiros, instituições de poupança, uniões de crédito e sociedades *Edge Act*.

O nível do compulsório nos EUA é extremamente baixo, principalmente se comparado ao brasileiro. A partir da década de 1960, o nível de reservas requeridas passou a ser estabelecido de acordo com o volume de depósitos de cada banco (com taxas progressivas de acordo com o aumento do passivo).

Em linha com os movimentos de desregulamentação, as exigências de reservas foram paulatinamente reduzidas pelo Federal Reserve. A partir do final de 1990, as reservas passaram a incorrer exclusivamente sobre os depósitos para transações<sup>3</sup> (foi eliminada a porcentagem sobre depósitos a prazo e de poupança de pessoas jurídicas), a uma taxa de 10%.

As reservas excedentes, que a princípio não rendem juros, oscilam significativamente, mas mantém-se, em geral, em níveis baixos. Geralmente as instituições de menor porte costumam manter uma parcela de reservas acima das requeridas para evitar problemas de liquidez ao final do dia ou penalidades.

---

<sup>3</sup> Depósitos que podem ser convertidos facilmente em moeda, com pouca ou nenhuma perda de valor.

## 1.2. Oferta de Reservas -- Operações de Mercado Aberto

As operações de mercado aberto (OMA) constituem o principal instrumento utilizado pelo Fed na condução da política monetária. Em termos gerais, são operações compra e venda de títulos, realizadas pela mesa de operações (*Trading Desk* - Mesa) do *Federal Reserve Bank* de Nova York, braço operacional do FOMC, cujo objetivo é ajustar o volume de oferta de reservas do sistema.

As instituições de depósito podem transacionar entre si as reservas mantidas junto ao Fed, em operações *overnight*, na medida da oferta e demanda das instituições com volume excedente de reservas e por aquelas com déficit, sendo que a taxa cobrada por estes empréstimos, chamada *federal funds rate*, é a taxa sobre a qual estabelece-se a meta da política monetária<sup>4</sup>. Assim, se há pressão alta na *federal funds rate*, decorrente de inúmeros fatores, como operacionais (aumento dos depósitos a vista) ou sistêmicos (crise de confiança), o Fed pode agir no mercado por meio da aquisição de títulos, aumentando o nível de reservas disponíveis e minimizando as pressões ao redor da taxa.

Em princípio, as OMA poderiam ser conduzidas a partir da compra e venda de qualquer tipo de ativo (já que constituem somente o meio de drenar ou prover reservas), no entanto, uma vez que o objetivo do instrumento é acomodar de maneira ágil e efetiva os movimentos de oferta e demanda de reservas (isto é, manter a *federal funds rate* ao redor da meta), é necessário que as operações sejam efetivadas sobre um ativo cujo mercado seja extremamente líquido e capaz de absorver e acomodar grandes volumes de operações, sem que o próprio mercado seja prejudicado. Como sugerido anteriormente, o mercado secundário de títulos públicos americanos satisfaz estas condições, de forma que se mostra capaz de concentrar as OMA.

Ainda que haja mais de 1.500 corretoras e *dealers* transacionando títulos no mercado secundário, a Mesa do Fed de Nova York transaciona com um número limitado de agentes, conhecidos como *dealers* primários<sup>5</sup>, majoritariamente operantes no centro financeiro dos EUA, mas que também podem ser estrangeiros.

---

<sup>4</sup> A taxa básica da economia (*benchmark*).

<sup>5</sup> Destaca-se que os *dealers* primários não incluem somente instituições depositárias, mas também *securities broker-dealers*.

**Tabela 2.** *Dealers* Primários de Títulos do Tesouro Americano

BNP Paribas Securities Corp.	HSBC Securities (USA) Inc.
Banc of America Securities LLC	Jefferies & Company, Inc.
Barclays Capital Inc.	J. P. Morgan Securities Inc.
Cantor Fitzgerald & Co.	Mizuho Securities USA Inc.
Citigroup Global Markets Inc.	Morgan Stanley & Co. Incorporated
Credit Suisse Securities (USA) LLC	Nomura Securities International, Inc.
Daiwa Securities America Inc.	RBC Capital Markets Corporation
Deutsche Bank Securities Inc.	RBS Securities Inc.
Goldman, Sachs & Co.	UBS Securities LLC.

Fonte: Federal Reserve de Nova York ([http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers\\_current.html](http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_current.html)), em 01 de novembro de 2009

Como destaca Cintra (2004):

“Entre as responsabilidades dos *dealers* primários está a participação ativa nos leilões promovidos pela mesa de negociação do *Federal Reserve Bank* de Nova York e o fornecimento de informações sobre o mercado. Por um lado, os *dealers* primários devem negociar com outras instituições financeiras – bancos, companhias de seguro, fundos de pensão, fundos mútuos, instituições não financeiras e pessoas físicas –, procurando manter o mercado secundário líquido. Portanto, desempenham um papel de *market makers* (formadores do mercado) dos títulos do Tesouro (...)” (Cintra, 2004, p.12).

A necessidade de manter transações junto aos *dealers* primários, que podem ser feitas em caráter permanente ou temporário, é determinada a partir da comparação entre as projeções acerca da oferta de reservas decorrente de operações de redesconto e dos fatores autônomos e a expectativa de demanda por reservas.

Quando há a percepção de que a demanda por reservas permanecerá acima da oferta por tempo prolongado, o Fed poderá realizar uma operação permanente de compra títulos ou estabelecer *repurchase agreements* (contratos de recompra) de longo prazo. Inversamente, se as projeções sugerem que a demanda deverá permanecer abaixo da oferta, o Fed poderá vender títulos em caráter permanente ou resgatar títulos em vencimento para drenar a oferta de reservas. As operações permanentes ocorrem sob a forma de leilões, nos quais os *dealers* primários apresentam “propostas de compra ou de venda, de acordo com o título ou maturidade escolhida pelo Federal Reserve para vender ou comprar” (Cintra, 2004, p.8). As operações de compra e venda de Títulos do Tesouro americano mudam o tamanho do System Open Market Account (SOMA), que

contém os ativos denominados em dólares adquiridos por meio de OMAs<sup>6</sup>. Ademais, o montante das operações permanentes é estabelecido de modo a manter a necessidade de adicionar reservas de maneira rotineira, por meio de *repurchase agreements*. Esta deficiência permite que a Mesa ajuste as flutuações de oferta e demanda por reservas e, principalmente, evite operações rotineiras de drenagem de reservas (*reverse repurchase agreements* – contratos de recompra reversos) ou a redução permanente do portfólio por meio de vendas ou resgate de títulos.

As operações permanentes são projetadas para ocorrer somente algumas vezes ao ano, enquanto as temporárias, pelo seu próprio caráter de ajuste, ocorrem com frequência. Se há flutuações conjunturais na demanda por ou oferta de reservas, que cause desvio da *fed funds rate* em relação à meta, a Mesa poderá realizar *repurchase agreements*, adicionando reservas, ou *reverse repurchase agreements*, diminuindo a oferta, em operações de curto prazo.

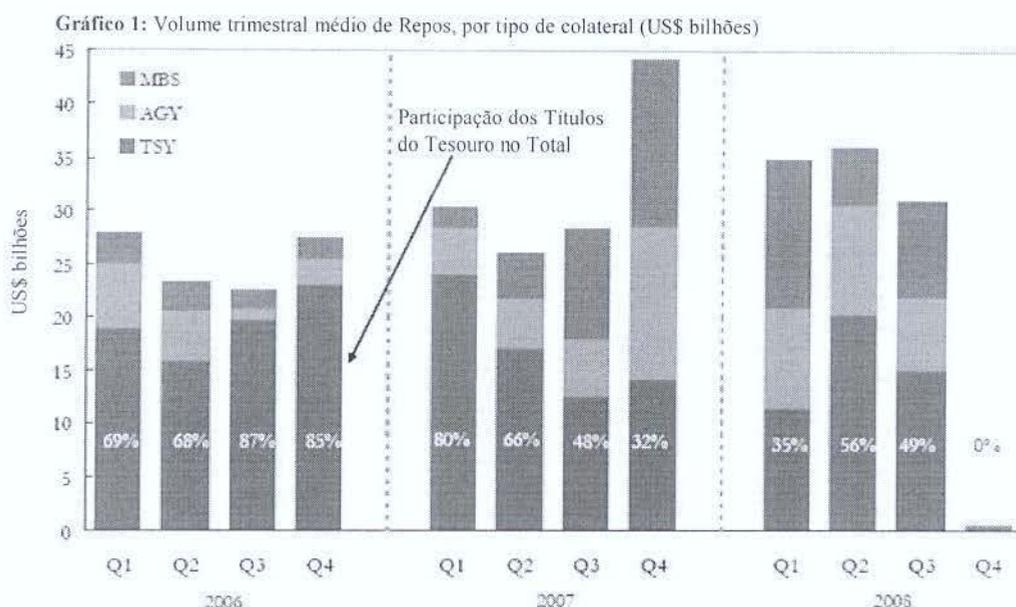
Um contrato de recompra (repo) envolve a compra de um título vinculada à futura revenda do mesmo, em data e a um preço predeterminado. Assim, o aumento de reservas bancárias (não-emprestadas) será extinto quando vencer o contrato. Repos podem ser *overnight*, de curto prazo, originalmente com maturidade de 6 dias ou menos, que são utilizados em ajustes diários na oferta de reservas, ou de maior prazo, com maturidade de 7 dias ou mais (para direcionar variações na demanda cuja duração esperada é de semanas ou até meses). São aceitos 3 tipos de colateral nos repos, sendo que a mesa usualmente estrutura operações com 3 *tranches* separadas de colaterais: na primeira somente são aceitos títulos do Tesouro americano, na segunda são inclusas obrigações de Agências Federais e na terceira podem ser aceitas, adicionalmente aos dois primeiros, *Mortgage Backed Securities* (MBS) de Agências. A operacionalização se dá também sob a forma de leilões, sendo que a mesa seleciona propostas de acordo com a atratividade da taxa referente ao colateral. Até meados de 2007, quando se iniciou o *crunch* de crédito nos mercados de curto prazo, predominavam nos contratos as *tranches* colateralizadas em Títulos do Tesouro.

O gráfico abaixo mostra o volume de repos realizados pela Mesa, com abertura por tipo de colateral utilizado no contrato. Como podemos verificar, até meados de 2007 em média 80% dos repos eram colateralizados em títulos do tesouro americano. Já no

---

<sup>6</sup> O tamanho do portfólio é mantido por meio da substituição de títulos vencidos por dívida recém emitida nos leilões do Tesouro.

primeiro trimestre de 2008, este percentual estava no patamar de 35%, com relevante ganho de participação de MBS como colateral.



Fonte: Federal Reserve

No último trimestre de 2008, foram cessadas os repos<sup>7</sup> pela Mesa, em função do grande desequilíbrio entre oferta de reservas e demanda por reservas (decorrentes da ampliação do uso dos instrumentos disponíveis para a provisão de liquidez ao mercado e da elaboração de novos instrumentos, principalmente durante a fase mais aguda da crise<sup>8</sup>). Os movimentos da política monetária durante este período serão analisados em maior detalhe no capítulo 2.

### 1.3. Oferta de Reservas – Janela de Desconto (*Primary Credit Facility*)

Desde sua criação em 1913 o Fed, no cumprimento de sua função mais básica de provedor de liquidez ao sistema, fornece crédito às instituições depositárias com problemas de reservas, de forma a aliviar pressões altistas sobre as taxas do interbancário. Após a centralização da administração da janela de desconto no *Board of Governors* em Washington, em 1935, o Fed sistematicamente estendeu o raio de alcance deste instrumento: ampliou o espectro de tomadores elegíveis, de colaterais aceitáveis e de motivos para qualificação à tomada do empréstimo. A *Primary Credit Facility* é o instrumento tradicional do Fed de fornecimento de liquidez de curtíssimo-

<sup>7</sup> Inversamente, os reverse repos, usualmente utilizados com baixíssima frequência dada a própria lógica de funcionamento das OMA, tiveram seu uso bastante ampliado de outubro a dezembro de 2008, com o objetivo de drenar as reservas excedentes e prover o sistema Títulos do Tesouro como colateral.

<sup>8</sup> Após a quebra do banco de investimento Lehman Brother, em 15 de setembro de 2008, as condições do mercado deterioraram-se dramaticamente.

prazo às instituições depositárias, a taxas ligeiramente superiores à meta do Fed para a *federal funds rate*, originalmente 100 pontos básicos acima da meta em operações *overnight*<sup>9</sup>.

Ao final da década de 1970, momento em que as pressões inflacionárias intensificavam-se nos EUA, a política monetária era implementada pelo Fed de maneira essencialmente quantitativista, isto é, estabeleciam-se metas para a quantidade de reservas no sistema (especificamente para as reservas não emprestadas) e não para a *federal funds rate* diretamente. O objetivo era garantir maior controle sobre o M1 (moeda em circulação mais depósitos a vista, medida mais próxima do estoque de moeda na economia), na tentativa de conter a aceleração inflacionária. Já no início da década de 1980, a inadequação do M1 para balizar o objetivo para as taxas de juros de curto prazo havia tornado-se clara, então o Fed procurou outros referenciais para determinação da política monetária. Em termos práticos isso significou novo enfoque na meta para o nível de reservas do sistema, que passou a ser estabelecida sobre as reservas emprestadas. Desta forma, influenciava-se a *federal funds rate* por meio do controle do volume de reservas que os bancos poderiam acessar na janela de desconto: quando aumentava a pressão sobre a janela de desconto, a *federal funds rate* tendia a subir, e inversamente, quando o nível de reservas não emprestadas do sistema era alto a taxa tendia a cair.

No entanto, com as amplas perdas sofridas pelo sistema bancário nos anos 1980, uma instituição recorrer à janela de desconto passou a ser percebido como um sinal de intensa fragilidade e, assim, gerava dificuldades para esta mesma instituição obter reservas no mercado interbancário. Aquela ligação direta entre a taxa de redesconto e a taxa básica da economia enfraqueceu-se. O caráter altamente estigmatizado deste instrumento permanece, o que impõe limites claros à sua utilização para provisão de liquidez ao mercado em momentos de crise.

Verificada a evolução da organização dos mercados financeiros sob o ponto de vista da operacionalidade dos instrumentos básicos de política monetária do Fed, procuraremos analisar em seguida o padrão de atuação da autoridade monetária norte americana durante a crise, os instrumentos utilizados e a intensidade de intervenção, principalmente durante seu período mais agudo, de setembro de 2008 a dezembro do mesmo ano.

---

<sup>9</sup> Durante a crise, o instrumento foi flexibilizado no sentido de maior prazo e menor taxa, como será discutido em maior detalhe no capítulo 2.

### **Síntese das medidas de Política Monetária implementadas durante a crise**

Ainda que o início da Crise do Subprime relacione-se à queda do preço das casas e à intensificação da inadimplência em meados de 2007, foi a partir de setembro de 2008, com a quebra do banco de investimento Lehman Brothers que as economias passaram a experimentar grande aprofundamento da crise, congelamento dos mercados de crédito e desaceleração econômica. Ao longo de 2008, e principalmente a partir de setembro, foram implementadas medidas cujo objetivo foi o fornecimento de liquidez aos mercados, a retomada dos empréstimos por parte das Agências e das instituições depositárias de uma maneira geral e em última instância, o reestabelecimento da confiança nos mercados financeiros.

O escopo deste capítulo serão os instrumentos de política monetária que passaram a ser utilizados, ou cuja utilização intensificou-se, em 2008, buscando demonstrar que seu uso ampliou-se francamente durante o último trimestre de 2008.

Cabe destacar que não procuraremos detalhar neste capítulo os instrumentos relativos ao “resgate” de instituições específicas<sup>10</sup>, ainda que afetem o balanço do Fed e tenham sido implementados com o objetivo de mitigar o risco sistêmico. Isto porque estas foram medidas idealizadas e implementadas em conjunto com o Tesouro Nacional e outras instituições governamentais (algumas delas no âmbito do *Troubled Assets Relief Program – TARP*)<sup>11</sup>, desta forma não consideradas aqui medidas de política monetária *stricto sensu*. Ainda, outra medida que não discutiremos em detalhe são os contratos de *swaps* de dólares com outros bancos centrais: no início de 2008, somente os bancos centrais Europeu e Suíço haviam estabelecido estes arranjos com o Fed. No

---

<sup>10</sup> Referimo-nos aos instrumentos que envolveram: o financiamento do Fed (com anuência do Tesouro) à facilitação da aquisição do Bears Sterns pelo JP Morgan Chase em março de 2008 (que envolveu a aquisição de US\$ 29 bilhões em ativos problemáticos do Bears Stearns pelo Fed); o financiamento à AIG (com anuência e aplicação de recursos do Tesouro), como forma de evitar sua falência e permitir sua reestruturação, em volume de aproximadamente US\$ 100 bilhões (montante referente somente aos empréstimos do Fed), operacionalizado sob diversos veículos, entre setembro e dezembro de 2008; e por último, os acordos com o Citigroup, que envolveram majoritariamente recursos do Tesouro e do Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

<sup>11</sup> Programa criado no âmbito do *Emergency Economic Stabilization Act* com o objetivo de prover liquidez ao sistema e um meio de precificação de ativos ilíquidos por meio da compra destes ativos de bancos e outras instituições financeiras pelo Tesouro. Foi autorizada a aquisição de até US\$700 bilhões em hipotecas ou ativos lastreados em hipotecas com problemas.

entanto, a partir de meados de setembro, com a deterioração dos mercados e forte aumento da demanda por dólares nos mercados internacionais, uma série de bancos centrais<sup>12</sup> acionaram as linhas de contratos de *sawp* de dólares com o Fed.

## 1. Operacionalização dos instrumentos de Política Monetária em resposta à Crise do *Subprime*

Em seu último relatório acerca da crise, o *Bank for International Settlements* (BIS) destaca que, após a falência do Lehman Brothers, as limitações dos mecanismos tradicionais de transmissão de política monetária intensificaram-se em muitos países, principalmente a medida que se atingia níveis próximos de zero para as taxas básicas de juros, porém ainda com contínua desaceleração das economias e queda das taxas de inflação.

O documento destaca que a operacionalidade básica de implementação de política monetária pelos bancos centrais é por meio do estabelecimento de metas para as taxas de juros de curto prazo. Neste contexto, são constituídos dois elementos importantes: o anúncio da meta (e as demais sinalizações feitas pelo banco central, que exercem grande influência sobre o estado de expectativas do mercado) e as operações de gerenciamento de liquidez, necessárias para manter a taxa ao redor da meta estabelecida, principalmente as operações de mercado aberto. Como discutido anteriormente, as operações de mercado aberto são empreendidas em um mercado específico, o de títulos públicos, com o único objetivo de afetar a demanda por e oferta de reservas e assim, afetar o nível da taxa de juros.

No entanto, operações de gerenciamento de liquidez também podem ser utilizadas para afetar as condições gerais do mercado (a curva de juros, as condições de financiamento, os preços de determinados ativos e etc.) “*over and above the impact of the policy rate*” (BIS, 2009, p.94). Neste caso, são operações que determinam alterações significativas no balanço da autoridade monetária, em termos de tamanho, composição e risco tomado. Um exemplo comum são as operações que envolvem a compra e venda de moeda estrangeira pelo banco central com o objetivo de afetar o nível da taxa de câmbio.

---

<sup>12</sup> Reserve Bank of Australia, Banco Central do Brasil, Bank of Canada, Danmarks Nationalbank, Bank of England, Bank of Japan, Bank of Korea, Banco de México, Reserve Bank of New Zealand, Norges Bank, the Monetary Authority of Singapore e o Sveriges Riksbank (o banco central da Suécia).

Estas operações descritas acima, que afetam as condições de mercado além do impacto sobre as taxas básicas de juros e que podem ser implementadas independentemente do nível das taxas de juros de curto prazo, são classificadas pelo BIS (2009) como políticas de balanço. Sob esta perspectiva verificou-se que, na crise atual, foram implementadas políticas de balanço que visaram afetar “*term money market rates, long-term government bond yields and various risk spreads*” (BIS, 2009, p.94), sendo tais escolhas de mercado “*atypical and in some cases unprecedented*”. O documento conclui que são os mercados visados para implementação das políticas de balanço que torna a ação do banco central “não convencional”. O canal de transmissão de tais políticas (além de sua influência sobre a formação de expectativas) é o impacto sobre a composição do portfólio dos agentes privados.

Uma vez que a participação dos bancos diminuiu, os mecanismos tradicionais de transmissão de política monetária, em um ambiente de extrema instabilidade, necessariamente perdem capacidade de restaurar a confiança e liquidez dos mercados, assim, medidas que visam alterar a composição dos portfólios dos agentes do mercado são imprescindíveis para recuperar os fluxos do mercado financeiro e assim garantir estabilidade na economia como um todo.

### **1.1. Operações de mercado aberto**

O aprofundamento da crise em setembro de 2008 não só determinou a necessidade de expandir e criar instrumentos com objetivo de prover liquidez e reanimar os mercados de crédito congelados, como implicou mudanças importantes na operacionalização da OMA a partir deste período e até dezembro do mesmo ano.

Antes de 15 de setembro as operações da mesa evoluíram de maneira tradicional e, ainda que a *federal funds rate* demonstrasse certa volatilidade, de maneira geral permaneceu próxima à meta do período<sup>13</sup>.

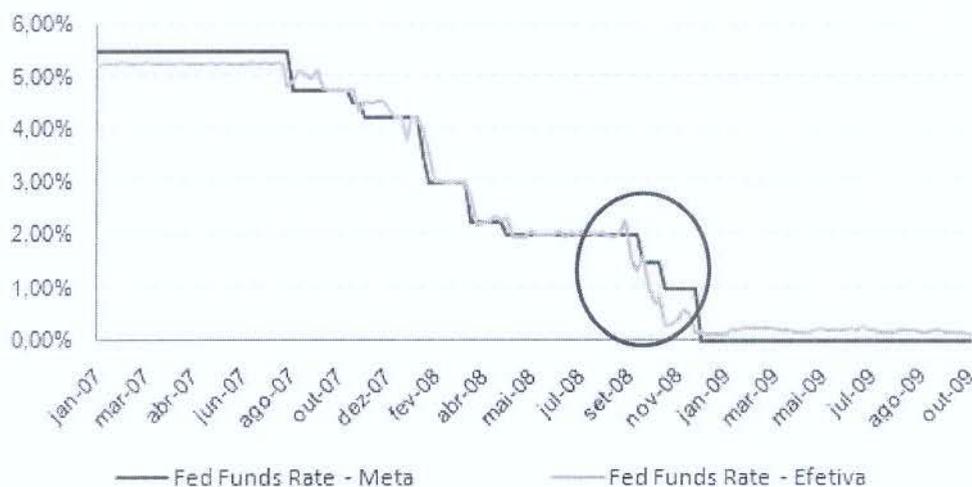
No entanto, após meados de setembro, o volume de reservas adicionados foi de tal monta que a Mesa se tornou incapaz de drenar o excesso do sistema, de modo que a taxa do interbancário manteve-se invariavelmente abaixo da meta. Em 8 de outubro de 2008, em uma reunião não agendada, o FOMC promoveu corte de 0,5 ponto percentual na meta para a *federal funds rate*, cujo patamar passou para 1,5% e, adicionalmente,

---

<sup>13</sup> Nos períodos em que havia pressões altistas significativas, a Mesa abandonava a operacionalidade convencional das OMA e mantinha níveis excessivos de reservas, de modo a evitar a internalização das expectativas altistas nos agentes do mercado, medida com resultados variáveis: em alguns dias as taxas se mantinham firmes ao longo do dia, em outro verificava-se quedas significativas na mesma no dia.

anunciou que passaria a pagar juros nas reservas requeridas e excedentes. O objetivo foi o de implementar um instrumento que permitisse o manejo da *federal funds rate* (em teoria, os juros pagos nas reservas dos bancos seria o instrumento ideal, uma vez que não haveria incentivos às instituições bancárias emprestarem em termo *overnight* no interbancário a uma taxa abaixo daquela que poderiam receber nas aplicações junto ao Fed) e que fosse compatível com a manutenção de um forte descompasso entre o nível de demanda por e o de oferta de reservas. Porém o instrumento não foi capaz de drenar reservas do sistema como esperado, principalmente em virtude da presença de grandes provedores de fundos ao sistema (especialmente as agências governamentais), que não eram elegíveis ao recebimento de juros nas reservas por não serem instituições depositárias.

**Gráfico 2.** *Fed Funds Rate - Meta vs. Taxa Efetiva*



Fonte: Federal Reserve ([www.federalreserve.org](http://www.federalreserve.org)), em 09 de novembro de 2009

Nota: A taxa efetiva diária é uma média ponderada das taxas nos *brokered traders*. Foram utilizados dados semanais, que são a taxa média de 7 dias, terminando na quarta-feira de cada semana

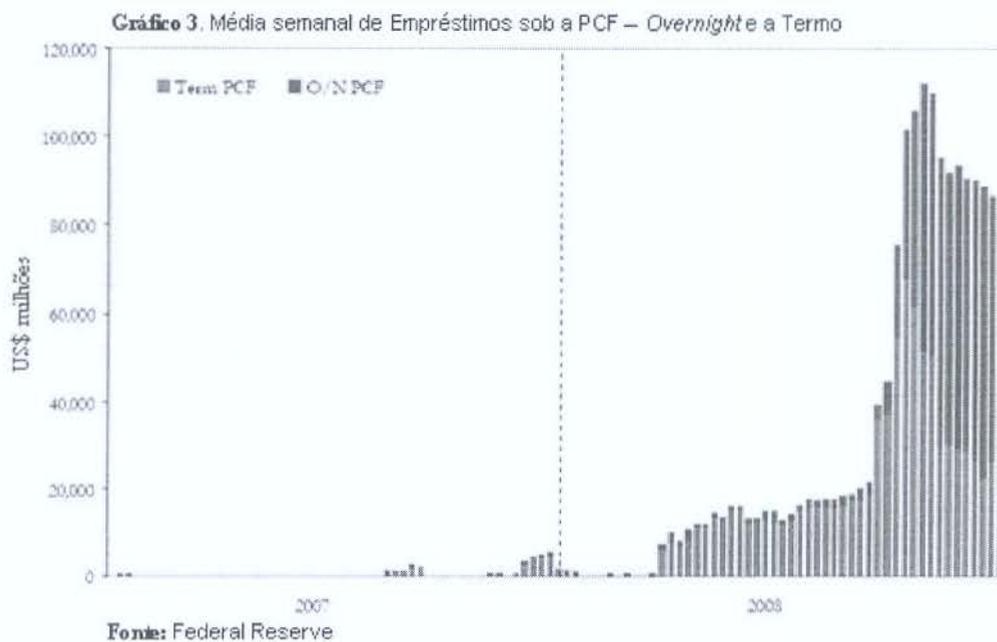
Assim, em 16 de dezembro o Fed promoveu novo corte na meta, que passou para o patamar entre zero e 0,25%. Cabe destacar que este corte foi promovido em conjunto com outros cinco bancos centrais: Bank of Canada, Bank of England, European Central Bank, Sveriges Riksbank e o Swiss National Bank.

O grau de profundidade da crise, sob a forma de intensa paralisia nos mercados de crédito (ou aumento dos prêmios relativos aos riscos de crédito e de liquidez) e forte crise de confiança, determinou um limite claro à capacidade da queda dos juros mitigar os efeitos da crise e estimular a demanda.

## 1.2. Primary Credit Facility

Como discutido anteriormente, a janela de desconto primária é um instrumento de provisão de liquidez imediata a instituições depositárias qualificadas a tomar este empréstimo, oferecido a taxas ligeiramente acima da taxa básica.

Em meados de março de 2008 houve mudanças relativas à taxa praticada na janela de desconto e ao prazo. Além do aumento do prazo máximo da janela de desconto primária, de 28 dias para 90 dias<sup>14</sup>, o *spread* relativo à *federal funds rate* diminuiu para 25 pontos básicos (de 50 pontos básicos, com foi estabelecido em agosto de 2007).



A partir de meados de 2008 a intensidade em que as instituições recorreram à janela de desconto aumentou significativamente, mesmo com o excesso de reservas no sistema ao final do ano (período no qual passaram a prevalecer as operações *overnight* de redesconto). A média diária de empréstimos superou os US\$ 80 bilhões após 15 de setembro até o final do ano, sendo que se manteve em US\$ 552 milhões em 2007.

## 1.3. Term Auction Facility

Criado em dezembro de 2007, o *Term Auction Facility* (TAF) é um instrumento adicional de provisão de liquidez às instituições depositárias por meio de leilões de fundos a termo (com colateral), com montantes definidos e limites mínimos de taxas de

<sup>14</sup> Em 17 de novembro de 2009 foi aprovada pelo Fed a retomada da redução do prazo máximo da janela de desconto, para 28 dias, medida a ser efetivada em 14 de janeiro de 2010.

juros. Podem participar dos leilões todas as instituições elegíveis a tomar empréstimos na janela de desconto do Fed.

Em 2008 o programa aumentou significativamente em tamanho e escopo, sendo um dos motivos da sua ampla utilização o fato de constituir uma alternativa à janela de redesconto que não sofre do problema do estigma. Em meados de julho foram incluídos leilões com prazo de 84 dias (adicionalmente aos de 28 dias). Em 2008 foram oferecidos US\$ 900 bilhões em ambos leilões.

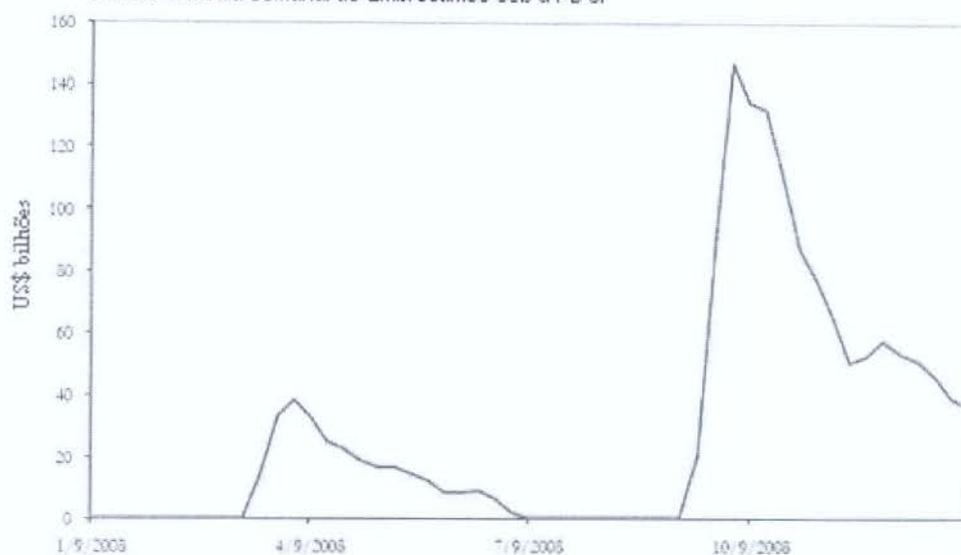
#### **1.4. *Primary Dealer Credit Facility***

Em março de 2008 a *Primary Credit Facility* foi estendida aos *dealers primários*, sob as mesmas condições de taxa e prazo, com uma grande variedade de ativos aceitos como colateral, sob um novo instrumento, o *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF).

A duração original do programa seria até setembro de 2009, no entanto, foi estendido duas vezes. Durante abril o instrumento foi acionado por uma série de instituições (com maior volume de empréstimos em setembro), no entanto em meados de 2008, a intensidade com que os *primary dealers* recorreram ao empréstimo diminuiu, o que pode estar relacionado ao problema do estigma deste tipo de instrumento (como no caso da PCF). Ainda assim, em julho o programa foi estendido até janeiro de 2009 e já em dezembro de 2008, quando os níveis de empréstimos permaneciam em patamar elevado (ainda que inferior ao de setembro) foi estendido novamente, para abril de 2009.

Houve ainda, algumas concessões feitas a instituições específicas. Em 21 de setembro, as subsidiárias *broker-dealer* dos bancos de investimento Goldman Sachs e Morgan Stanley puderam utilizar-se das linhas do PDCF, durante a transição destas instituições para holdings bancárias (bancos universais). Ademais, como forma de facilitar a aquisição do Merrill Lynch pelo Bank of America, também foi autorizado à sua subsidiária *broker-dealer* obter recursos da PDCF. Estas instituições puderam utilizar como colaterais os ativos elegíveis no PDCF e também aqueles elegíveis sob no PCF.

Gráfico 4. Média semanal de Empréstimos sob a PDCF



Fonte: Federal Reserve

### 1.5. Aquisição de títulos de dívida de Agências Governamentais com os recursos do *System Open Market Account*

Em 2008 a mesa de operações retomou a aquisição de debêntures de Agências Governamentais<sup>15</sup> dos EUA com os recursos do *System Open Market Account* (SOMA), medida que havia sido tomada pela última vez em 1981 (com último ativo vencido em 2003). Em setembro a Mesa conduziu três operações de aquisição de notas, num total de US\$ 14,5 bilhões, medida sucedida pela diminuição do diferencial de juros entre esta categoria de ativos de Agências e os títulos do tesouro comparáveis.

Outra medida que o Fed implementou com os recursos do SOMA foi a aquisição, a partir de novembro, de cupons e *Mortgage Backed Securities* (MBS) das mesmas Agências consideradas nas operações de aquisição das notas, num total de até US\$ 100 bilhões em financiamento direto e US\$ 500 bilhões em MBS garantidas pelas Agências. Ao final do ano, a Mesa havia adquirido aproximadamente US\$ 15 bilhões em títulos de Agências em cinco operações.

### 1.6. *System Open Market Account Securities Lending Activities*

O programa de empréstimo de títulos do SOMA é um instrumento utilizado pelo Fed desde 1999 e oferece títulos deste portfólio (basicamente títulos do tesouro americano) para empréstimos. Estes empréstimos são necessariamente colateralizados em títulos (e por isso não afetam o nível das reservas bancárias) do tesouro, sendo que

<sup>15</sup> Aqui são consideradas Agências a Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae, e a Federal Home Loan Banks.

os tomadores devem determinar o colateral no momento do empréstimo e, quando da maturidade do título tomado, irão reavê-lo. Assim, o Fed age como uma fonte secundária (e temporária) de títulos ao Mercado.

Os empréstimos são concedidos aos dealers primários em base *overnight*, de acordo com processo de leilão (a taxa mínima do empréstimo é estabelecida pelo Fed) que ocorre todos os dias úteis.

Ao longo de 2008 algumas mudanças nos termos e condições do programa foram implementadas de forma a fornecer suporte à liquidez dos mercados. Em setembro o limite por tomador aumentou em US\$ 1 bilhão, passando para US\$ 4 bilhões e posteriormente em outubro sofreu novo aumento de US\$ 1 bilhão. Além disso, as taxas mínimas oferecidas nos leilões diminuíram de 0,5% para 0,1% inicialmente, passando para 0,01% em dezembro.

### 1.7. *Term Securities Lending Facility*

Em março de 2008 o Fed instituiu a ampliação do programa diário de empréstimo de títulos, criado o *Term Securities Lending Facility* (TSLF), com o objetivo de emprestar até US\$ 200 bilhões em títulos do tesouro contra uma variedade de colaterais elegíveis. Os leilões no âmbito do TSLF também oferecem títulos do tesouro do portfólio do SOMA para empréstimos a dealers primários, em prazo de um mês e taxas mínimas de 0,1% para colaterais do Tipo 1 e 0,25% para colaterais do Tipo 2.

**Tabela 3.** Tipos de Empréstimos do TSLF segundo colateral elegível

<b>Tipo 1</b>	<b>Tipo 2</b>
▪ Títulos do Tesouro elegíveis para OMO	▪ Colatais do Tipo 1
▪ Dívidas de Agências Governamentais	▪ Hipotecas Residenciais e Comerciais Privadas - AAA
▪ MBS de Agências Governamentais	▪ CMO de Agências Governamentais
	▪ ABS AAA ( <i>incluído em 02-maio-08</i> )
	▪ Títulos de dívida Investment Grade ( <i>incluído em 14-set-08</i> )

**Fonte:** Federal Reserve de Nova York ([http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers\\_current.html](http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_current.html)), em 01 de novembro de 2009

**Notas:** <sup>1</sup> Collateralized Mortgage Obligations; <sup>2</sup> Asset-backed Securities

Atualmente, os leilões do Tipo 1 estão suspensos, sendo que, a princípio, o TSLF permanecerá disponível até fevereiro de 2010, sendo este prazo sujeito à avaliação do Fed das condições de mercado.

Este instrumento é particularmente interessante na medida em que permitiu a retirada do mercado de títulos cuja liquidez havia secado e a larga provisão de títulos seguros ao mercado.

### **1.8. *Commercial Paper Facilities***

Na medida que aumentou a percepção de risco ao longo de 2008, as limitações no mercado de *commercial papers* também elevaram-se significativamente, uma vez que os investidores deste mercado (como *money market mutual funds*), enfrentando problemas de liquidez, evitavam comprar os títulos (principalmente em prazos mais longos) e tinham grandes dificuldades na hora de vendê-los (quando necessitavam recompor seus balanços, principalmente após os resgates). Assim, a capacidade de rolagem dos papéis ficou comprometida, a remuneração dos papéis aumentou e o mercado diminuiu.

Como medida de provisão de liquidez a estes mercados e com o intuito de suprir a demanda por crédito dos emissores de *commercial papers*, a partir de setembro o Fed lançou três programas: *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Lending Facility* (AMLF), *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF) e *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF), dos quais somente os dois primeiros entraram em operação efetivamente.

Sob o AMLF, o Fed proveu recursos às instituições depositárias para aquisição de *asset-backed commercial papers* dos fundos mútuos de mercados monetários. O CPFF fornece liquidez diretamente aos emissores por meio de uma entidade de propósito específico fundada pelo Fed cujo objetivo é a aquisição de *commercial papers* elegíveis, com ou sem colateral.

### **1.9. *Term Asset-Backed Securities Loan Facility***

Criado ao final de novembro, o *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) tem como objetivo o incentivo ao financiamento às famílias e aos pequenos negócios, por meio do suporte à emissão de *asset-backed securities* colateralizadas por empréstimos a estudantes, à aquisição de veículos, ao cartão de crédito, além de empréstimos garantidos pela *Small Business Administration*. Sob o programa o Fed pretende adquirir até US\$ 200 bilhões de tomadores de ABS colateralizadas por empréstimos ao consumo e a pequenos negócios, de emissão recente e *rating* AAA.

O programa entrou em funcionamento em fevereiro de 2009.

## 2. O Balanço do Federal Reserve

Como discutido anteriormente, os instrumentos acima descritos são medidas que afetaram essencialmente o lado do ativo do balanço do Fed.

Até o final de 2007, a não ser pela adição ao ativo de US\$ 34 bilhões em decorrência de operações no âmbito do TAF e contratos de swap de dólares com os bancos centrais Europeu e Suíço<sup>16</sup>, o balanço do Fed apresentou composição semelhante aos anos anteriores, com maior passivo em notas e ativo em títulos do tesouro mantidos no SOMA. Já em meados de 2008, ainda que o balanço não houvesse aumentado significativamente, sua composição já havia sofrido alteração sensível, com resgate de aproximadamente US\$ 275 bilhões em títulos do tesouro para acomodar as expansões no volume de reservas disponível no sistema.

O padrão de intervenção do Fed após setembro, por meio dos programas supracitados, determinou aumento violento do ativo do Fed, de cerca de US\$ 2,3 trilhões até o final do ano, sendo que a Mesa não foi capaz de compensar este aumento por meio das OMA.

Abaixo destacamos os principais números referentes ao ativo do Fed ao final de 2007 e em setembro e dezembro de 2008.

---

<sup>16</sup> É importante destacar que, neste momento, a Mesa ainda mantinha operações capazes de drenar as reservas excedentes oferecidas pelo Fed. Ao final de 2007, a Mesa resgatou US\$ 39 bilhões em títulos do tesouro

**Tabela 4. Balanço Patrimonial do *Federal Reserve System***

ATIVO (US\$ bilhões)	dez/07	set/08	dez/08
Títulos	755,0	480,0	496,0
Tesouro	755,0	480,0	496,0
notas e <i>bonds</i> , nominal	471,0	412,0	410,0
notas e <i>bonds</i> , indexados	37,0	40,0	41,0
<i>bills</i>	242,0	22,0	18,0
ajuste da inflação	5,0	6,0	6,0
Agências Federais	-	-	21,0
Repos	43,0	127,0	80,0
Convencionais	43,0	47,0	-
Tranche-única 28 dias	-	80,0	80,0
Contratos de <i>swap</i>	14,0	62,0	554,0
Empréstimos	25,0	173,0	644,0
TAF	20,0	150,0	450,0
AIG	-	-	39,0
FDCF	-	-	37,0
PCF/SCF	5,0	23,0	94,0
AMLF (Boston/ ABCP)	-	-	24,0
Maiden Lane LLC (Bears Sterns)	-	29,0	27,0
Maiden Lane LLC II (AIG)	-	-	20,0
Maiden Lane LLC III (AIG)	-	-	27,0
CPFF	-	-	334,0
MMIFF	-	-	-
Outros	58,0	52,0	81,0
<b>Total</b>	<b>895,0</b>	<b>923,0</b>	<b>2.263,0</b>

Fonte: Federal Reserve

Nota: Incluem US\$ 200 bilhões em títulos marcados para o TSLF e o programa de opções do TSLF

## CAPÍTULO 3

---

### **O discurso adotado pelo Federal Reserve no último trimestre de 2008**

No capítulo anterior procuramos descrever as medidas de política monetária cujo escopo expandiu-se ou que foram implementadas durante o período mais agudo da crise, todas com o objetivo de afetar diretamente os mercados de crédito e a composição do portfólio dos agentes privados. Além do impacto material nos mercados financeiros da aplicação dos instrumentos de política (e.g. a expansão efetiva da liquidez), as sinalizações enviadas pelos bancos centrais exercem importante influência do ponto de vista da formação de expectativas dos agentes sobre as taxas de juros de curto prazo e dos preços dos ativos. Assim, destacamos dois elementos básicos contidos na operacionalização da política monetária: a sinalização e o anúncio das medidas a serem efetuadas e sua implementação efetiva.

Com relação ao papel das expectativas dos agentes, Cintra (Cintra, 2004, p.13) destaca que, uma vez que a integração dos mercados financeiros foi refletida no mercado interbancário sob a forma de arbitragem entre taxas de juros, estas forças de mercado passaram a exercer grande influência também sobre a definição das taxas de juros, determinando uma postura “*market-oriented*” pelos bancos centrais na definição da política monetária. Ainda, “ampliou também a importância das expectativas do mercado, particularmente aquelas sobre as intenções do banco central, na determinação dos preços dos ativos” (Cintra, 2004, p.13). Assim estabelece-se um padrão de influência mútua entre mercado e autoridade monetária.

Uma importante consequência desta aproximação dos bancos centrais com o mercado foi o aumento de sua importância e influência sobre a economia, principalmente no caso dos Estados Unidos, com as declarações do Fed esperadas e esmiuçadas com avidez: “nos Estados Unidos, na Europa e no Brasil, as decisões dos bancos centrais são aguardadas pelos mercados como a palavra de Roma era esperada pela cristandade. Nas economias contemporâneas, cabe à política monetária fixar o ponto focal que permite aos agentes coordenar suas antecipações enquanto estabelecem seu plano de ação” (Belluzzo, 2004 apud Cintra, 2004, p.14). Esta avaliação constante da condução da política monetária por diversos grupos da sociedade e inclusive pelo

Congresso, que sabatina o presidente do Fed duas vezes ao ano por meio de uma comissão especializada, “(...) constitui o aproveitamento de um método em que a credibilidade das autoridades monetária se forja, se preserva e se corrige pelo próprio procedimento deliberativo, fora de qualquer norma predefinida” (Aglietta, 1995 apud Cintra, 2004, p.15). A credibilidade do banco central se torna alicerce fundamental para a condução da política monetária.

No caso específico do banco central norte americano, na medida que o objetivo da política monetária passou a ser estabelecer uma meta para a taxa básica de juros e empreender operações de mercado aberto para garantir o nível determinado da taxa, a sua relação com o mercado se alterou. A partir de 1995 o Fed passou a anunciar a meta para a *federal funds rate*, sendo que, desde 2000 emite uma declaração no segundo dia de reunião do FOMC contendo avaliação acerca dos riscos relativos à inflação e ao nível de atividade econômica, além de sinalização das próximas medidas passíveis de implementação no contexto esperado pelo Fed. Passou a imperar a transparência no relacionamento entre o Fed e o mercado.

Tendo em vista as considerações tecidas acima acerca da importância do discurso dos bancos centrais dentro desta constituição contemporânea dos mercados financeiros e considerando ainda a profundidade desta crise e o caráter pioneiro e, principalmente nos casos de resgate direto de instituições financeiras, polêmico de muitas das medidas tomadas, nos parece importante fazer referência ao discurso adotado pelo Fed ao longo da crise.

### **1. As declarações do FOMC – Setembro/ 2008 a Janeiro/ 2009**

Em 16 de setembro de 2008, 1 dia após a quebra do banco de investimento Lehman Brothers, o Fed decidiu manter a meta para a *federal funds rate* em 2,0% a.a. (patamar em que se encontrava desde o final de abril do mesmo ano).

Ainda que tenha reconhecido a piora nas condições dos mercados financeiros e forte desaceleração da economia (aumento do desemprego, queda do consumo, etc.): “*Tight credit conditions, the ongoing housing contraction, and some slowing in export growth are likely to weigh on economic growth over the next few quarters*” (FOMC Statement, 16 de Setembro, 2008), o Fed assegurou que as medidas de provisão de liquidez implementadas até então seriam capazes de garantir crescimento econômico moderado. Neste momento, a questão inflacionária (relativa ao super aquecimento do mercado de commodities) ainda exerceu influência sob a decisão do comitê e, ainda que

o Fed houvesse reconhecido o enfraquecimento das pressões altistas de preços em face da forte desaceleração econômica, manteve a posição de que o horizonte de maior prazo relativo à inflação era altamente incerto (mas com expectativa de inflação moderada para o final do ano).

Assim, em setembro de 2008, o FOMC emitiu um anúncio conservador em que demonstrou permanência da preocupação com a inflação: *“The downside risks to growth and the upside risks to inflation are both of significant concern to the Committee”* (FOMC Statement, 16 de Setembro, 2008). A postura de manter a meta da *federal funds rate* gerou uma série de críticas à autoridade monetária, principalmente a de minimizar excessivamente a profundidade da crise que se anunciava.

Em 8 de outubro, após reunião não agendada, foi emitida uma declaração conjunta por oito bancos centrais (inclusive o Fed) com anúncio de corte nas taxas de juros básicas nos seus respectivos países. O Fed promoveu corte de 0,5 ponto percentual na meta para a *federal funds rate* (que foi a 1,5% a.a.), indicando que era esperava maior desaceleração da já fortemente deprimida economia: *“(...) the intensification of financial market turmoil is likely to exert additional restraint on spending, partly by further reducing the ability of households and businesses to obtain credit”* (FOMC Statement, 8 de Outubro, 2008) . Foi citado ainda que a queda dos preços das commodities energéticas e a desaceleração da economia haviam reduzido o risco inflacionário.

Ao final de outubro o Fed promoveu novo corte de 0,5 ponto percentual na meta (e diminuição semelhante na taxa de desconto), destacando a queda do consumo como fator importante na desaceleração da economia, e sinalizando que, apesar dos esforços de política monetária, mantinham-se risco de intensificação da desaceleração.

O anúncio que se seguiu à reunião de 16 de dezembro foi extremamente importante no sentido de garantir ao mercado a utilização de quaisquer medidas consideradas necessárias à estabilização e estímulo aos mercados, inclusive a expansão do balanço do Fed: *“The focus of the Committee's policy going forward will be to support the functioning of financial markets and stimulate the economy through open market operations and other measures that sustain the size of the Federal Reserve's balance sheet at a high level”* (FOMC Statement, 16 de Dezembro, 2008). Nesta reunião estabeleceu-se meta de zero a 0,25% para a *federal funds rate*, com sinalização de que a taxa tenderia a permanecer em níveis excepcionalmente baixos por “algum tempo”.

Com relação às políticas de balanço, nesta declaração de dezembro o Fed não só afirmou que pelos próximos trimestres seriam adquiridas grandes quantidades de dívidas de Agência Governamentais e títulos colateralizados em hipotecas como medida de suporte, como também assegurou que estas mesmas aquisições poderiam ser expandidas a qualquer momento, se as condições de mercado de deteriorassem ainda mais.

Foi anunciado também que ao início de 2009 seria implementado o Term Asset-Backed Securities Loan Facility como medida de estímulo à expansão do crédito entre as famílias e pequenos negócios.

Ademais, ainda que a autoridade monetária sempre tenha o cuidado de não se utilizar da palavra deflação, o Fed reconheceu que a expectativa era de permanência da tendência de queda da inflação. É interessante notar que esta postura de evitar palavras “temidas” pelo mercado foi aprimorada por Alan Greenspan, presidente do Fed de 1987 a 2005, que procurou transmitir suas declarações por meio de “sugestões e referências veladas” (Cintra, 2004, p.14), aguçando o debate acerca dos sentidos ocultos potencialmente contidos em suas declarações. Greenspan não utilizou a palavra deflação em 2003, momento em que era exatamente esta a perspectiva, alternativamente declarava “a probabilidade de uma queda substancial e indesejável da inflação, embora pequena, supera a de uma retomada da inflação de seu nível atual baixo” (FOMC Statement, May 6, 2003, apud Cintra, 2004, p.14). As declarações do Fed sob Bernanke acerca das expectativas de inflação foram no mesmo sentido.

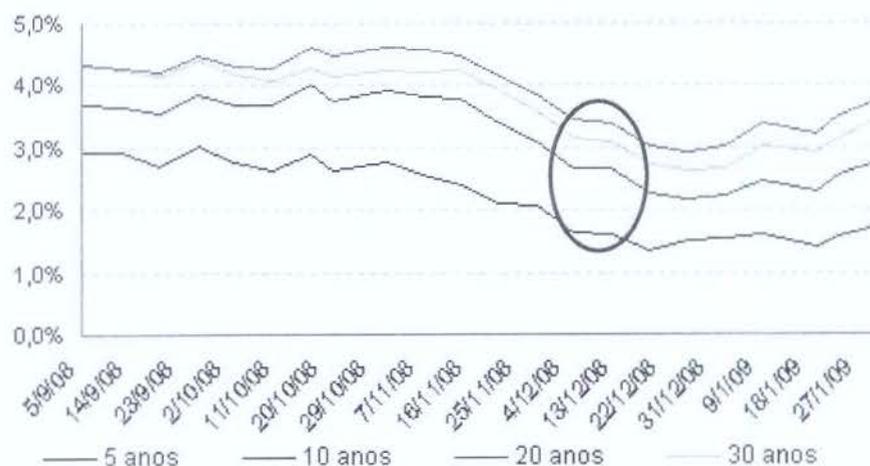
Em janeiro de 2009 falou-se pela primeira vez em expectativas de recuperação para o final do mesmo ano, mas ainda destacando a forte queda da demanda geral. A utilização de instrumentos de política que envolvem aumento do tamanho do balanço do Fed foi, assim como na declaração de dezembro, assegurada. Um elemento interessante desta declaração foi a referência ao patamar da inflação como estabelecido em um nível aquém daquele compatível com crescimento sustentável e estabilidade dos preços no longo prazo: “(...) *the Committee sees some risk that inflation could persist for a time below rates that best foster economic growth and price stability in the longer term*” (FOMC Statement, 28 de Janeiro, 2008).

Apesar de não procurarmos aqui mensurar os impactos destes e outros anúncios sobre as expectativas dos agentes e, portanto, sobre as condições do mercado, consideramos interessante avaliar os movimentos nas taxas de juros que se seguiram à reunião do FOMC de meados de dezembro, isto porque, como destacado acima, os

anúncios adjacentes a esta reunião revelaram a adoção de postura extremamente agressiva do Fed no combate à crise econômica. Apesar da promoção de novo corte na taxa de juros, atingindo o patamar mínimo possível, reconheceu-se que o manejo das taxas de juros de curto prazo não se mostrou suficiente para restabelecer o equilíbrio nos mercados e por isso seriam implementadas políticas de balanço. Outro elemento importante deste anúncio foi a consideração da possibilidade de operação do Fed no mercado de títulos do tesouro de maior prazo, para garantir que a queda das taxas de juros de menor prazo fosse refletida em mesma intensidade ao longo da curva de juros.

O gráfico abaixo destaca o movimento das taxas de 5, 10, 20 e 30 anos ao longo do último trimestre de 2008 e durante o mês de janeiro de 2009. O que verificamos é que, na terceira semana de dezembro de 2008 as taxas médias de juros dos títulos do tesouro americano de 5, 10, 20 e 30 anos sofreram queda de 16%, 15%, 10% e 12% respectivamente. Ainda que a tendência verificada anteriormente já demonstrasse padrão decrescente nas taxas e que os anúncios emitidos por parte da autoridade monetária não sejam o único fator determinante do movimento das mesmas, a intensidade da diminuição experimentada neste período que se seguiu ao anúncio do Fed foi maior do que o padrão de queda anterior. Destaca-se ainda que, em janeiro de 2009 as taxas sofreram aumento médio de 4,8%.

**Gráfico 5.** Taxas de Juros dos Títulos do Tesouro Americano - 5, 10, 20 e 30 anos



Fonte: Federal Reserve ([www.federalreserve.org](http://www.federalreserve.org)), em 09 de novembro de 2009

## 2. Os discursos efetuados por Ben S. Bernanke – Outubro e Dezembro de 2008

Ao longo do ano, os Governadores e membros do Conselho do Fed fazem uma série de discursos em diversas ocasiões acerca das medidas implementadas pelo Fed, o papel da instituição na economia e acerca da conjuntura econômica corrente. Estes

discursos, além dos anúncios do FOMC, são também analisados com atenção pelo mercado, principalmente aqueles efetuados pelo presidente do banco central. A partir de setembro de 2008, Bernanke efetuou oito discursos, dos quais destacamos dois para análise: o primeiro deles, de 07 de outubro de 2008, que tratou das condições econômico-financeiras daquele momento e o segundo, de 1º de dezembro de 2008, que tratou das políticas implementadas pelo Fed em resposta à crise financeira.

### 2.1. “*Current Economic and Financial Conditions*” (Ben S. Bernanke)

Bernanke inicia seu discurso desenhando um panorama extremamente negativo para a economia naquele momento, destacando a incapacidade das instituições financeiras bancárias e não bancárias de emprestar em face das grandes perdas sofridas, a radical aversão ao risco que se instaurou em resposta à incerteza acerca da precificação de ativos cuja composição se mostrou extremamente obscura, a queda generalizada dos preços dos ativos, a falta de liquidez (o alto custo e dificuldade em obter financiamento) e, finalmente, o fechamento de alguns mercados de securitização (como o mercado secundário de títulos privados colateralizados em hipotecas).

Em seguida, como forma de endereçar os motivos desta configuração de mercado descrita acima, propõe-se a discutir e justificar as medidas relativas às Agências Governamentais Fannie Mae e Freddie Mac, à seguradora AIG e ao banco de investimento Lehman Brothers, instituições que sofreram com a incapacidade de acessar os mercados de capitais ou obter financiamento até que atingissem o limite entre intervenção governamental ou falência. Porém, antes de detalhar a situação de cada instituição, Bernanke ressalta que a intervenção governamental é justificada em momentos que a saúde da economia em geral é ameaçada pelos desenvolvimentos ocorridos no mercado financeiro, uma intervenção (em uma instituição privada) que venha a proteger o interesse público: “*Government assistance should be provided with the greatest reluctance and only when the stability of the financial system, and thus the health of the broader economy, is at risk. In those cases when financial stability is threatened, however, intervention to protect the public interest may well be justified*”.

A justificativa para o resgate das Agências Governamentais perpassou o caráter híbrido destas instituições<sup>17</sup>, o tamanho de seu portfólio e a proporção das perdas

---

<sup>17</sup> São instituições patrocinadas pelo governo com acionistas privados e, assim sendo, uma solução de mercado (por exemplo, incorporação por outro grupo) seria inviável. É interessante notar que Bernanke, antes de discutir o caráter do resgate das Agências Governamentais, declara que o Fed já havia “advertido

sofridas (que inviabilizariam uma injeção de capital privada). No caso das AIG considerou-se a variedade de mercados de atuação da companhia e o tamanho de seu balanço (destacando que o pacote de salvamento incluiu uma série de medidas para mitigar ao máximo as perdas potenciais). Em resumo, o argumento da importância sistêmica foi amplamente utilizado como razão última para os salvamentos.

Após tentativa mal sucedida de organizar um consórcio privado para aquisição do Lehman Brothers, a opção alternativa, o resgate da instituição com recursos públicos, não foi viabilizada, ainda que sua falência representasse risco sistêmico significativo. Bernanke destaca que o tamanho dos recursos a serem mobilizados excederia o montante de recursos públicos que o Fed ou o Tesouro poderiam comprometer (além do fato que o colateral disponível não era adequado). Bernanke destaca ainda que, ciente dos grandes impactos da falência da instituição, foram tomadas medidas para garantir liquidez aos dealers primários (como a expansão dos colaterais elegíveis na PDCF e no TSLF).

Bernanke destaca que a combinação destes desenvolvimentos nos mercados financeiros (com reflexos também no mercado de *commercial papers*) e o agravamento das condições no mercado imobiliário e na economia em geral determinaram piora nas perspectivas de crescimento e sinaliza que o patamar corrente da taxa de juros estava sob consideração pelo Fed (neste momento a taxa permanecia em 2%). Em 8 de outubro, a meta foi diminuída em 50 pontos básicos.

Podemos perceber este foi um discurso em defesa da intervenção governamental em momentos de crises severas, certamente com o objetivo de sinalizar ao mercado que a autoridade monetária estaria disposta a desenvolver quaisquer medidas necessárias para retomada da estabilidade nos mercados. Nas palavras de Bernanke:

*“We have learned from historical experience with severe financial crises that if government intervention comes only at a point at which many or most financial institutions are insolvent or nearly so, the costs of restoring the system are greatly increased. This is not the situation we face today. The Congress and the Administration chose to act at a moment of great stress, but one at which the great majority of financial institutions have sufficient capital and liquidity to return to their critical function of providing new credit for our economy. The steps being taken now to restore confidence*

---

que o extenso portfólio das companhias, centrado em hipotecas ou instrumentos lastreados em hipotecas, determinava forte risco sistêmico, além de problemas decorrentes dos conflitos entre os objetivos dos acionistas privados e do governo para as companhias”.

*in our institutions and markets will go far to resolving the current dislocations in the markets”.*

## **2.2. “Federal Reserve Policies in the Financial Crisis” (Ben S. Bernanke)**

Neste discurso voltaremos a nossa atenção à análise da estratégia utilizada pelo Fed ao lidar com a crise financeira, destacando, como o faz Bernanke, suas três componentes fundamentais: o afrouxamento monetário promovido pelo FOMC (as políticas convencionais de juros), as medidas de provisão de liquidez ao setor privado (na forma de empréstimos em moeda ou equivalentes colateralizados em ativos relativamente ilíquidos) e, por último, a garantia de que seriam utilizados quaisquer meios para manter a estabilidade financeira, momento em que Bernanke faz referência ao resgate de instituições específicas.

Como verificamos anteriormente, a partir de setembro de 2007 o Fed iniciou o ciclo de diminuição das taxas básicas de juros (a queda acumulada neste ano foi de 1,25 pontos percentuais, com a taxa situando-se em 4,25% ao final de 2007). A partir de outubro de 2008 a velocidade do afrouxamento monetário intensificou-se: a meta para a *federal funds rate* caiu de 2,0% para virtualmente zero até o final do ano. Bernanke destaca que, comparativamente às experiências anteriores, as respostas do Fed durante a atual crise foram “excepcionalmente rápidas e proativas”.

Qualificando o impacto do afrouxamento monetário no combate a crise como “incompleto”, na medida em que não foi suficiente para fechar os *spreads* de crédito e reaquecer este mercado, Bernanke passa a discutir as medidas de provisão de liquidez cujo objetivo é dar suporte aos mercados de crédito e superar o *crunch* nos financiamentos. Em sua avaliação, o Fed, de forma consistente com seu papel de provedor de liquidez em última instância, implementou uma série de medidas “extraordinárias”. Entre elas destaca a diminuição das taxas de juros da janela de desconto e o aumento do prazo dos empréstimos sob este instrumento, além da criação do *Term Auction Facility* (instrumentos descritos no capítulo anterior), medidas que determinaram forte aumento do crédito do Fed ao sistema bancário. Após citar a inclusão dos *dealers* primários nos programas de provisão de liquidez, Bernanke procura enfatizar que os empréstimos concedidos são sobrecolateralizados e moldados de forma a minimizar a exposição do Fed ao risco. Ainda que considere o julgamento da eficácia dos programas de provisão de liquidez uma tarefa difícil, principalmente considerando a persistência dos problemas nos mercados financeiros, Bernanke procura

assegurar que a falta de atuação geraria conseqüências ainda piores durante os períodos que denomina de ajuste de mercado.

O tom deste discurso, mais do que no analisado anteriormente, é o de estrita defesa da ampla atuação da autoridade monetária, principalmente quando da análise da última estratégia delimitada por Bernanke: *“the third component of our policy response has been to use all our available tools to promote financial stability, which is essential for healthy economic growth (...) this has required working to preserve the stability of systemically critical financial institutions, so as to avoid further costly disruptions (...)”*.

Assim, Bernanke procede na defesa das medidas de resgate de grandes instituições financeiras, utilizando-se de qualificações como *“too big to fail”* e a defesa do interesse público para endereçar o caráter “controverso” destas operações. É interessante notar que este posicionamento é adotado em momento de intensa piora das condições de mercado, decorrente, em grande medida, da quebra do Lehman Brothers, instituição que não foi alvo de resgate pelo Fed.

O passo seguinte na linha de argumentação adotada é exatamente o de introduzir a questão da não intervenção direta do Fed no banco de investimento supracitado durante seu processo de falência. Bernanke destaca como séria “fragilidade do sistema” a falta de um marco regulatório definido relativo à maneira de se lidar com a potencial falência de uma instituição não bancária sistemicamente importante. Ao contrário das instituições de depósito, que estão sob a tutela da Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) cujos poderes são amplos e flexíveis no que diz respeito ao resgate de instituições bancárias, as instituições financeiras não depositárias estão sujeitas às limitações impostas ao Federal Reserve, mesmo em situações de intenso estresse financeiro. No caso do Lehman Brothers, a indisponibilidade de colateral suficiente impediu a atuação da autoridade monetária: o Fed não pode efetuar empréstimos se não há garantias suficientes para assegurar o pagamento, o banco central não pode incorrer grandes riscos de perdas financeiras. Percebemos uma preocupação intensa, mais do que no discurso de 07 de outubro, de justificar a inação diante da falência de instituição financeira claramente importante sistemicamente: *“the firm’s failure was unavoidable, given the legal constraints, and the Federal Reserve and the Treasury has no choice but to try instead to mitigate the fallout from that event”*. Ainda que o motivo central da falência seja, obviamente, o mesmo em ambos discursos, a postura adotada diverge completamente: no primeiro a perspectiva é

meramente descritiva, enquanto no segundo a sensação é que Bernanke quase se desculpa pela incapacidade de ação da autoridade monetária.

O objetivo da adoção desta postura se torna claro na medida em que avança o discurso: a defesa do *Emergency Economic Stabilization Act* (EESA), em termos gerais medida que permitiu à Secretaria do Tesouro norte americano adquirir até US\$ 700 bilhões em ativos problemáticos e fazer injeções de capital em instituições bancárias e que foi aprovada em meio a inúmeras controvérsias e críticas. Bernanke, ao referir-se ao EESA após discutir a falência do Lehman Brothers declama “*fortunately, we now have tools to address any similar situation that might arise in the future (...) collectively, the Treasury, the FDIC, and the Federal Reserve are now much better equipped to address potential systemic risks quickly and effectively, and we are firmly committed to doing so*”.

O retorno ao tamanho normal de seu balanço e o desenvolvimento de marco regulatório que trate de questões como *moral hazard* e a própria existência de instituições *too big to fail* são destacadas como passos importantes, mas secundários à necessidade de manter a estabilidade dos mercados. Ben Bernanke, presidente e, para todos os efeitos, porta voz do Fed, discursou de maneira a explicar e defender não só as medidas implementadas pelo banco central, mas também aquelas realizadas pelo Governo norte americano.

## CONCLUSÃO

---

Ao longo deste trabalho procuramos analisar a política monetária norte americana sob vários aspectos, em um primeiro momento visando endereçar os motivos que determinaram mudanças no padrão de atuação da autoridade monetária e posteriormente procurando analisar a operacionalidade dos instrumentos tradicionais e daqueles que foram utilizados durante a crise.

A conclusão vai no sentido de destacar a contradição que se estabelece: os bancos centrais são colocados em posição tal que, durante os períodos de “calmaria” dos mercados devem restringir-se à implementação de operações de mercado aberto para adequar as taxas de mercado ao objetivo da política monetária. Este objetivo, por sua vez, é sinalizado ao mercado, por meio de anúncios e discursos milimetricamente lapidados que garantem o foco exclusivamente sob combate à inflação, distanciando o banco central de quaisquer outros objetivos relativos ao mercado financeiro ou à economia real. No entanto, em momentos de forte instabilidade dos mercados, o banco central é instado a agir em sua função de prestador de última instância, independente do grau de intervenção que seja requerido.

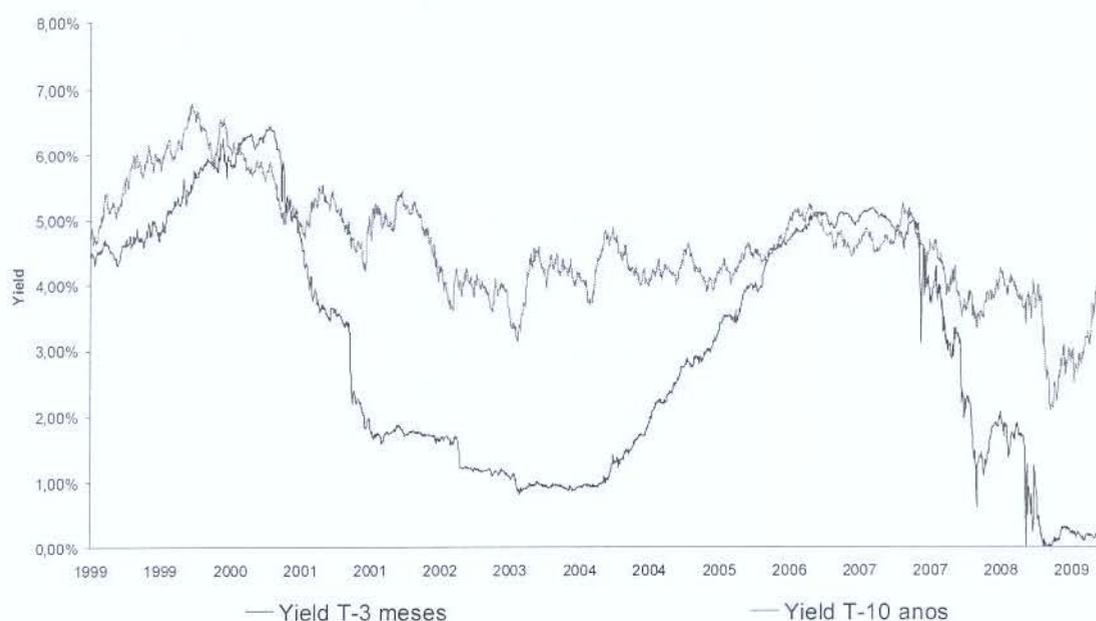
Os últimos 20 anos, até o ano de 2007, ainda que não imunes às crises financeiras, são aclamados por muitos como o período da “grande moderação”, durante o qual a maioria dos países desenvolvidos e grande parte dos países em desenvolvimento asiáticos desfrutou de crescimento econômico acelerado associado a baixos níveis de inflação. Parte deste ciclo virtuoso que se estabeleceu foi creditada ao fato de que “as autoridades dos bancos centrais finalmente aprenderam como fazer seu trabalho. Antes de 1985 (...) os bancos centrais mudavam seus objetivos de um ano para outro. (...) A inexistência de um processo de tomada de decisões de longo alcance por parte dos bancos centrais implicou que essa política econômica andasse cambaleando - anda, pára, acelera e assim por diante. Quando somada aos choques normais que afligem a economia mundial, essa fonte de volatilidade desestabilizadora criou o mundo instável anterior a 1987 (...)”. (DeLong, 2007)

Sob nossa perspectiva, esta visão citada acima não se sustenta, principalmente por considerarmos a fonte de “volatilidade desestabilizadora” exatamente a forma de operação dos mercados financeiros que, nos diferentes contextos macroeconômicos,

suscita diferentes respostas da autoridade monetária. Em seguida procuraremos aprofundar este argumento a partir da análise do contexto macroeconômico prevalecente ao início dos anos 2000.

Alan Greenspan, presidente do Fed de 1987 a 2005, já ao final de seu mandato, apresentou surpresa com um fenômeno o qual nomeou “*comundrum*” (enigma) (Greenspan, 2008, p.368). Após período em que as taxas de juros permaneceram francamente baixas (estouro da bolha da bolsa de tecnologia – Nasdaq; episódio de 11 de Setembro) o Banco Central norte americano iniciou um ciclo de aperto monetário que, em teoria, geraria aumento correspondente das taxas de juros de maior prazo. No entanto, o que se verificou foi a persistência das taxas de longo prazo em níveis baixos, equivalentes ao patamar da taxa básica, fato que incomodou Greenpan sobremaneira.

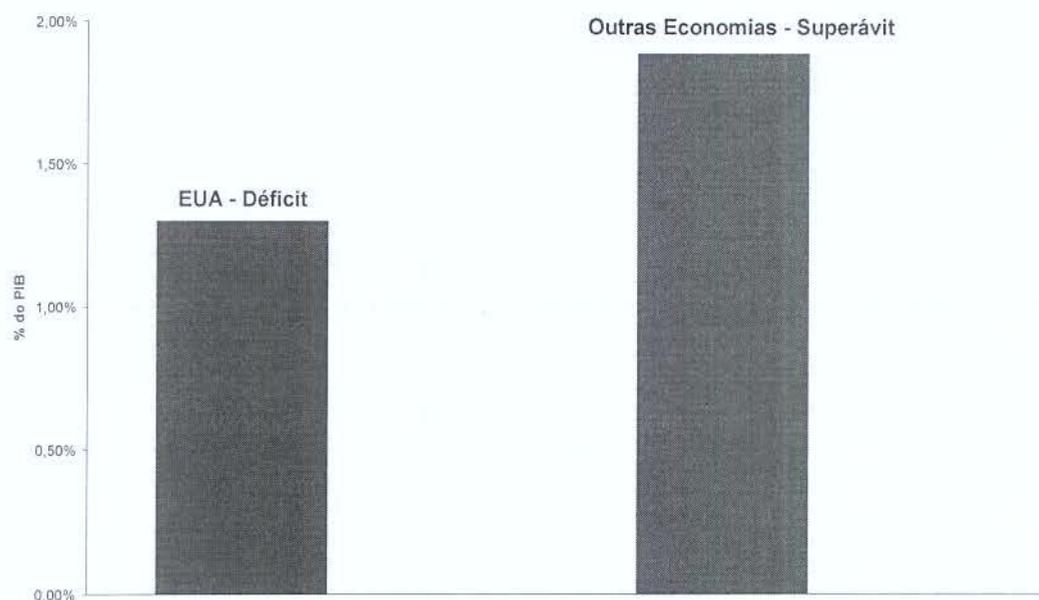
Gráfico 6. Yield dos Títulos do Governo Americano - 3 meses e 10 anos  
Janeiro de 1999 a Junho de 2009



Fonte: Federal Reserve

A explicação deste fenômeno perpassa a evolução da organização dos mercados financeiros, sob o padrão da “finança mundializada”, discutidas anteriormente neste trabalho. Mais ainda, engloba o movimento de globalização produtiva sob este padrão de liberalização financeira, e especialmente, a relação entre Estados Unidos e China forjada neste contexto, uma integração baseada na forte geração de demanda autônoma nos Estados Unidos associada à manutenção das taxas de juros em patamares extremamente baixos.

Gráfico 7. Déficit Americano e Superávit de Economias Asiáticas Seleccionadas - 2007



Fonte: Asian Development Bank

Nota: "Outras Economias" incluem: China, Ásia em desenvolvimento, Japão, Oriente Médio e Rússia

Os países que se enquadraram pela via produtiva neste padrão de crescimento puxado pelo consumo constituíram altos níveis de reserva decorrentes de grande volume de exportação aos EUA, dólares estes que "voltavam" aos Estados Unidos majoritariamente sob a forma de aplicações nos títulos da dívida do governo. Uma vez que os títulos da dívida pública norte americana são considerados o ativo último em termos de segurança e o dólar impera como a moeda reserva do sistema, aparentemente não haveria limites para este crescimento puxado pelo consumo e possibilitado por baixas taxas de juros. Os EUA poderiam, virtualmente, financiar quaisquer níveis de déficit. O ciclo de consumo alavancado, viabilizado em grande medida pela enorme prateleira de inovações financeiras, sustentou-se e perpetuou-se.

Em nossa visão, estes movimentos foram francamente "avalizados" pelo banco central, que não procurou, e nem poderia, intervir na crescente assunção de riscos pelo sistema bancário ou nas bolhas que se formavam nos mercados financeiros.

Assim, sob a "grande moderação" sustentou-se padrão extremamente instável de acumulação de riqueza.

Em uma interpretação certamente limitada do trabalho de Keynes, podemos destacar que em sua visão a acumulação de riqueza é a apropriação de resultados que serão auferidos em um horizonte de tempo não determinado, sobre o qual os agentes não possuem qualquer base de conhecimento e por isso são incapazes de elaborar estimativas de risco, "simplesmente, nada sabemos a respeito" (Keynes, 1937, p.171).

Mesmo diante desta incerteza fundamental e do potencial caos que enseja, decisões acerca da aplicação de recursos devem ser tomadas, assim Keynes destaca algumas técnicas utilizadas para viabilizar a atuação dos agentes. Em resumo, estas técnicas referem-se à suposição de que o presente é o melhor guia para o futuro, à suposição de que o “vigente estado de opinião (...) baseia-se num sumário correto das futuras perspectivas” (Keynes, 1937, p.172) e finalmente, à adoção de comportamento equivalente à média, de “opinião *convencional*” (Keynes, 1937, p.172). A questão é que, a conduta dos agentes, quando baseada em princípios tão frágeis como os descritos acima, é sujeita a mudanças radicais e repentinas, momento no qual a “base convencional de avaliação” (Keynes, 1937, p.172) é substancialmente alterada.

Assim, a conclusão premente do autor é a de que “em todas as ocasiões, os vagos temores sem fundamento e as igualmente vagas e irracionais esperanças não são realmente acalmados, mas ficam pouco abaixo da superfície” (Keynes, 1937, p.172). Quando se mostraram os primeiros sinais de rompimento da mais recente bolha imobiliária nos EUA ou após a quebra do Lehman Brothers, todo o padrão convencional relativo ao período da “grande moderação” rompeu-se, abrindo espaço para a intervenção intensa pela autoridade monetária. Verificamos então que não é uma questão de alterações constantes de objetivos de política monetária ou de estrita adoção de uma única meta (e.g. o combate à inflação), os objetivos e ações do banco central estão sujeitos aos movimentos dos mercados e ao conseqüente estado de convenções prevalecentes.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

---

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS (2009) “79<sup>th</sup> Annual Report”. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.pdf?noframes=1>

BELLUZZO, L. G. M. (1995) “O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados ‘globalizados’”, Revista *Economia e Sociedade*, no. 4, Campinas: IE/Unicamp, p. 11-20.

BELLUZZO, L.G.M. (2005) “Prefácio”. In: CHESNAIS, François (Org.). *A Finança Mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, conseqüências*. São Paulo, Boitempo, 2005.

BERNANKE, Ben S. (2008a) “Current Economic and Financial Conditions”. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081007a.htm>

BERNANKE, Ben S. (2008b) “Federal Reserve Policies in the Financial Crisis”. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081201a.htm>

BERNANKE, Ben S. (2009) “The Federal Reserve’s Balance Sheet: an Update”. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20091008a.htm>

CHESNAIS, François (2005) "Introdução". In: CHESNAIS, François (Org.). *A Finança Mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, conseqüências*. São Paulo, Boitempo, 2005.

CHESNAIS, François (1998) "Introdução Geral". In: CHESNAIS, François (Org.). *A Mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo, Xamã Editora, 2005.

CINTRA, M. A. M. (2004) "A operacionalidade e a lógica de funcionamento da política monetária dos Estados Unidos". Revista *Econômica*, vol. 5, no. 2. Rio de Janeiro: Departamento de Economia/UFF.

COUTINHO, Luciano & BELLUZZO Luiz Gonzaga (1998) "'Financeirização' da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas", Revista *Economia e Sociedade*, no. 11, Campinas: IE/Unicamp, p. 137-150.

DELONG, Bradford J. (2007) “A grande moderação”. Valor Econômico. São Paulo, Julho, 2007.

FREITAS, M. C. Penido de; CINTRA, M. A. M. (2008) "E la nave va: inflação e deflação de ativos ". Disponível em [http://www.nesfi.ufsc.br/uploads/arquivos/1227110024\\_cj2011-pr.pdf](http://www.nesfi.ufsc.br/uploads/arquivos/1227110024_cj2011-pr.pdf)

FEDERAL OPEN MARKET COMMITTEE (2009) “Domestic Open Market Operations during 2008”. Disponível em: <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/omo2008.pdf>

FEDERAL OPEN MARKET COMMITTEE *Statements*. Vários números. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/2009monetary.htm>

GREENSPAN, Alan (2008) *A Era da Turbulência: aventuras em um novo mundo*. Rio de Janeiro: Elsevier Editora.

GUTTMANN, Robert (2008) “Central Banking in a Debt-Deflation crises: A comparison of the Fes and ECB”.

KEYNES, J. M. (1937) “A Teoria Geral do Emprego”. In. SCMRECSÁNYI, Tamáz (Org.) “Keynes”. São Paulo, Editora Ática, 1984.