

# A Crise Financeira e o *Decoupling* das Políticas Monetárias

## 1. Introdução

Há algum tempo, chamamos a atenção de nossos leitores para uma mudança importante que estávamos esperando na vida dos banqueiros centrais. Primeiro, identificamos sinais de que a lua-de-mel dos banqueiros centrais com os mercados financeiros poderia estar chegando ao fim. Mais recentemente, no editorial da [Carta Econômica Galanto de agosto de 2006](#), quando o então recém-empossado *Chairman* Bernanke conquistava sua primeira vitória (o aplauso dos mercados pela ação antecipatória) – depois de ser considerado um incorrigível desastre na comunicação com os mercados, ao interromper a elevação de juros que fora iniciada por seu antecessor – perguntávamos se não estaríamos nos aproximando do fim do período que o próprio Bernanke denominara, anos antes, de “Grande Moderação”.

**Podemos considerar a mudança súbita na política do Fed, com dois cortes consecutivos dos juros em janeiro, como um sinal do fim da era da Grande Moderação.**

Em 22 de janeiro de 2008, quando o Fed anunciou, depois de uma reunião extraordinária do FOMC, uma queda de juros de 0,75 ponto percentual, para cinco dias depois, na reunião ordinária, anunciar outra queda de 0,50 ponto, esta mudança súbita foi considerada como um sinal do fim da era da Grande Moderação.

**Há diferenças institucionais sob as quais funcionam os bancos centrais dos principais países, que lhes impõem mandatos e graus de liberdade diferentes, e que na presente conjuntura de crise financeira ganharam relevo. Mas temos de considerar também diferentes impactos da inflação externa sobre a inflação doméstica, o que já justificaria posturas diferentes dos bancos centrais.**

Este artigo parte de duas motivações básicas: uma análise do significado desta mudança de regime na política monetária americana, que é objeto da [Seção 2](#), e uma análise de até que ponto esta alteração significa, também, uma mudança generalizada de paradigma na condução da política monetária nas principais economias, que é objeto das duas seções seguintes. Na [Seção 3](#), argüimos que a Grande Moderação levou a uma espécie de “coordenação implícita” das ações dos bancos centrais, que se mostrou mais eficaz e viável do que as tentativas de coordenação explícita de política que eram recomendadas como elemento estabilizador da economia mundial no novo contexto de globalização financeira. Em seguida, examinam-se evidências de uma possível ruptura nessa convergência de ações de política e as causas possíveis para esse verdadeiro *decoupling* das políticas monetárias. Por um lado, há diferenças institucionais sob as quais funcionam os bancos centrais dos principais países, que lhes impõem mandatos e graus de liberdade diferentes e que, na presente conjuntura de crise financeira, ganharam relevo. Mas, por outro lado, temos de considerar também diferentes impactos da inflação externa sobre a inflação doméstica, que já justificariam posturas diferentes dos bancos centrais. São examinadas, finalmente, as implicações desse *decoupling* sobre os alinhamentos das taxas de juros dos principais países e as possíveis conseqüências sobre os realinhamentos cambiais.

**Esta é a primeira crise na qual os mercados para créditos securitizados foram testados. A securitização era vista como capaz de tornar viável um mundo mais próximo do de “Arrow-Debreu”, mas, não passou no teste e ampliou a distribuição internacional de ativos baseados em empréstimos.**

Duas novidades importantes da atual crise sublinham as preocupações dos analistas neste primeiro trimestre de 2008. Esta é a primeira crise na qual os mercados para créditos securitizados, o principal resultado das inovações dos anos noventa para os mecanismos de oferta de crédito, foram testados e frustraram as expectativas de que a transformação de uma dívida em títulos negociáveis diminuiria os efeitos negativos de mudanças de cenários, via mudanças de preços que seriam absorvidas pela diversidade de detentores. A securitização que era considerada uma vantagem por permitir uma distribuição eficiente dos ativos segundo as preferências dos poupadores: por risco, denominação, prazo etc., era vista como capaz de tornar viável um mundo mais próximo do que os economistas denominam de “Arrow-Debreu”, um modelo em que há mercados completos, e qualquer contrato contingente tem um preço. A securitização não passou no teste, precisamente porque desapareceram os mercados para contratos importantes e não havia preços de referência para a avaliação de carteiras, que, assim, viraram pó. A segunda novidade é que a securitização ampliou a distribuição internacional de ativos baseados em empréstimos, o que permitiu uma importante ampliação dos mercados financeiros para além das fronteiras nacionais, contornando regulações bancárias, ao contrário do que era esperado no início dos anos 90, uma vez que não se tornaram

**A combinação dessas novidades era apontada como um fator que apressaria a correção dos problemas de liquidez e mudanças de humor a que estão sujeitos os mercados financeiros. Pelo contrário, os desdobramentos parecem evoluir mais na forma de contaminação mais imprevisível.**

**Os efeitos da contração de crédito que está em andamento são piores, e o desacoplamento das políticas torna-se um fator de agravamento da recessão. Este quadro abre oportunidade para maior intervenção estatal na intermediação financeira.**

menos “nacionais”. A combinação dessas novidades era apontada como um fator que apressaria a correção, via preços, dos problemas de liquidez e mudanças de humor a que estão sujeitos, de tempos em tempos, os mercados financeiros. Variações de preços de ativos em resposta a estresse em mercados específicos são um fator que supostamente deveria abreviar o tempo de duração das crises. Não é claro que, diante da desconfiança nos pacotes de títulos e nos critérios de apreçamento dos mesmos, o mundo possa tão cedo desfrutar desse benefício esperado. Pelo contrário, os desdobramentos parecem evoluir mais na forma de contaminação mais imprevisível, dadas as características das instituições envolvidas, da disposição e da capacidade legal dos governos para interromper o processo de destruição de riqueza e, principalmente, a frustração das esperanças dos que contavam com maior desacoplamento dos mercados, e não dos bancos centrais.

Com essa combinação, os efeitos da contração de crédito que está em andamento desde, pelo menos, a segunda metade de 2007 são piores, e o desacoplamento das políticas torna-se um fator de agravamento da recessão, seja pela maior incerteza cambial, seja pelos possíveis atrasos causados à correção dos desequilíbrios fundamentais que poderiam ter resolução mais rápida em conjuntura de menor liquidez, via movimento de preços relativos. Finalmente, este quadro abre oportunidade para maior intervenção estatal na intermediação financeira, com a tentativa dos governos de tornarem mais breves e menos destruidores os efeitos da atual crise.

## 2. O Fim da Grande Moderação e o Purgatório de Bernanke

**A “Era da Grande Moderação” começou depois da vitória de Volcker sobre a inflação americana, dando início a um período de extraordinária confiança dos mercados financeiros na capacidade do Banco Central de agir com antecipação e eficácia. A unificação do comportamento dos bancos centrais foi facilitada pela descoberta da “Regra de Taylor”.**

A chamada “Era da Grande Moderação” começou depois da vitória de Paul Volcker sobre a inflação americana. Além de ter resultado, do ponto de vista técnico, de uma conciliação pragmática entre os objetivos de controles quantitativos sobre os agregados monetários que faziam, então, parte do catecismo monetarista e o uso dos instrumentos das vendas e compras de títulos públicos em mercado aberto que visava à determinação da taxa de juros básica, tradicionalmente criticada pelos monetaristas americanos como uma ação desestabilizadora, Volcker conseguiu concentrar a atenção dos analistas em um objetivo primordial para os bancos centrais: baixar a taxa de inflação. Passados os custos mais visíveis dessa epopéia de Volcker, que não deixou de experimentar um episódio de *stop-and-go* por ocasião da guerra Irã-Iraque em 1979, a valorização do dólar e a queda da inflação americana de 13,29% para 3,83% entre 1979 e 1982 deram início a um período de extraordinária confiança dos mercados financeiros na capacidade do Banco Central de agir com antecipação e eficácia. Aos primeiros sinais de desvio da economia de uma combinação de inflação e nível de atividade compatíveis com os fatores estruturais que definem o equilíbrio macroeconômico, os comitês de política monetária, uma inovação importante que logo se generalizou, tomavam medidas preventivas via mudanças nas taxas básicas de juros. Reconheceu-se a separação entre os desvios da tendência do produto potencial e a tendência determinada pelos fatores estruturais que definem, em qualquer país, a trajetória sustentável de crescimento, o nível normal de utilização de capacidade, os canais de transmissão das informações relevantes para os mecanismos de formação de preços e salários, compatíveis com as condições de concorrência nos diversos mercados. Em economias crescentemente abertas, tornam-se importantes também as condições subjacentes à taxa de câmbio real compatível com a posição sustentável do balanço de pagamentos, dadas as diferenças entre os desenvolvimentos internos e externos da produtividade dos fatores, e dada a preferência dos investidores por ativos internacionais.

A unificação do comportamento dos bancos centrais foi facilitada pela descoberta, por John Taylor, de uma regularidade estatística, conhecida hoje como “Regra de Taylor”, que permitia modelar a forma pela qual os bancos centrais de todo o mundo reagem a desvios da inflação e do nível de atividade com relação à tendência de longo prazo. Durante os dezessete anos à frente do Fed, Alan Greenspan beneficiou-se dessa confiança, contribuiu para reforçá-la, mas provavelmente foi também o artífice de sua desmontagem. Isso porque criou condições para que as inovações financeiras gerassem

**O “enigma de Greenspan” já sinalizava que as alavancas usadas para a calibragem fina dos sentimentos dos mercados já mostravam sinais de desgaste e não estavam conectadas nos mecanismos de resposta dos mercados de renda fixa.**

**Nos anos 70, a relativa estabilidade das variâncias abriu espaço para o apreçamento de ativos complexos e fez florescer um segmento do mercado financeiro a partir dos anos noventa, que permitiu o aprofundamento do processo de securitização.**

**A existência de seguros confiáveis permitiu uma distribuição mais eficiente dos riscos e o maior descasamento entre prazos nos balanços dos intermediários financeiros. Essa securitização ampliou a oportunidade para a alavancagem das diversas instituições, aumentou a conexão entre os diversos segmentos do mercado de crédito, entre os mercados de crédito de países diferentes e facilitou também a diversificação geográfica dos riscos.**

**As respostas positivas da oferta vieram no aumento do comércio, da circulação de capital e do crescimento mundial. Essas inovações também afrouxaram os laços entre os bancos centrais e seus sistemas financeiros. A oferta de crédito ganhou um impulso que tendia a tornar-se independente dos mecanismos tradicionais de controle da liquidez doméstica; a participação crescente de outros atores não bancários nos mercados interbancários de reservas contribuiu para o maior descolamento dos custos de reservas com relação às taxas de referência.**

um ambiente no qual a oferta de liquidez escaparia do controle dos bancos centrais. Em certa medida, o chamado “enigma de Greenspan” (uma tradução imperfeita para o *conundrum* que causou perplexidade nos analistas), caracterizado pela insensibilidade dos juros mais longos às ações do Fed na taxa de Federal Funds, já sinalizava que as alavancas usadas para a calibragem fina dos sentimentos dos mercados, que se desenvolveram na era da Grande Moderação, já mostravam sinais de desgaste. Estas alavancas não estariam, assim, conectadas aos mecanismos de resposta dos mercados de renda fixa, como era essencial para a eficácia dos pequenos movimentos dos juros sobre a tendência de inflação e do nível de atividade, com o objetivo de minimizar a volatilidade do PIB e da inflação.

Para melhor compreender esse fato, é útil lembrar que as inovações financeiras que tiveram origem nos anos 70 e que introduziram o conceito de seguro de riscos financeiros, primeiro nos mercados de renda fixa, depois aplicado às carteiras de investimentos em geral, foram parte essencial do regime monetário baseado na previsibilidade da ação do Fed, que tornava mais raros os sustos, reforçava a confiança de que não haveria movimentos bruscos de juros e permitia o cálculo dos prêmios de seguros. Essa relativa estabilidade das variâncias abriu espaço para o apreçamento de ativos complexos e fez florescer um segmento importante do mercado financeiro a partir dos anos noventa, que permitiu o aprofundamento do processo de securitização.

A existência de seguros confiáveis permitiu uma distribuição mais eficiente dos riscos, o que equivale a um choque de produtividade que barateia os investimentos. Permitiu, ainda, o maior descasamento entre prazos nos balanços dos intermediários financeiros, graças à maior facilidade de liquidez permitida pela idéia de que os preços dos recebíveis securitizados eram sempre visíveis pelos mercados e respondiam às mudanças de ambiente. Para o bem ou para o mal, essa securitização ampliou a oportunidade para alavancagem das diversas instituições; aumentou a conexão entre os diversos segmentos do mercado de crédito, e entre os mercados de crédito de países diferentes, com restrições regulatórias e regimes tributários diferentes; e facilitou também a diversificação geográfica dos riscos. Um resultado da diminuição dos custos de diversificação em conjunto com um sistema de remuneração de executivos e *traders* que encorajava o risco das aplicações, como notou o ex-economista chefe do FMI [RAGHURAM RAJAN \(2005\)](#), resultou em uma expansão da liquidez financeira para muito além da liquidez bancária tradicional, que os bancos centrais manejam quando acionam seus instrumentos tradicionais para estabilizar o ambiente macroeconômico.

As respostas positivas da oferta vieram no aumento do comércio, da circulação de capital e do crescimento mundial. Em contrapartida, essas inovações afrouxaram os laços entre os bancos centrais e seus sistemas financeiros, na medida em que criaram condições para que os bancos comerciais – que ocupam um papel especial na relação entre os bancos centrais e os sistemas financeiros nacionais – encontrassem meios de retirar, de seus balanços, riscos de descasamento que o comportamento prudente da administração bancária, uma vez que deve haver limites estreitos à expansão das operações de crédito. O resultado é que a oferta de crédito, em todos os segmentos do mercado, dos empréstimos hipotecários de longo prazo, aos empréstimos-ponte necessários às operações de fusões e aquisições, ganharam um impulso que tendia a tornar-se independente dos mecanismos tradicionais de controle da liquidez doméstica, como as taxas de juros pagas pelos bancos pelos suprimentos de reservas adicionais por parte dos bancos centrais. Além disso, a participação crescente de outros atores não-bancários (fundos de *money market* e fundos de *hedge* em geral) nos mercados interbancários de reservas contribuiu para o maior descolamento dos custos de reservas com relação às taxas de referência, que são fixadas periodicamente pelos bancos centrais em sua ação de política monetária.

### 3. Evidência e Considerações sobre o Fim da Coordenação Implícita

Até as vésperas da crise, alguns dos principais bancos centrais agiam sincronizadamente.

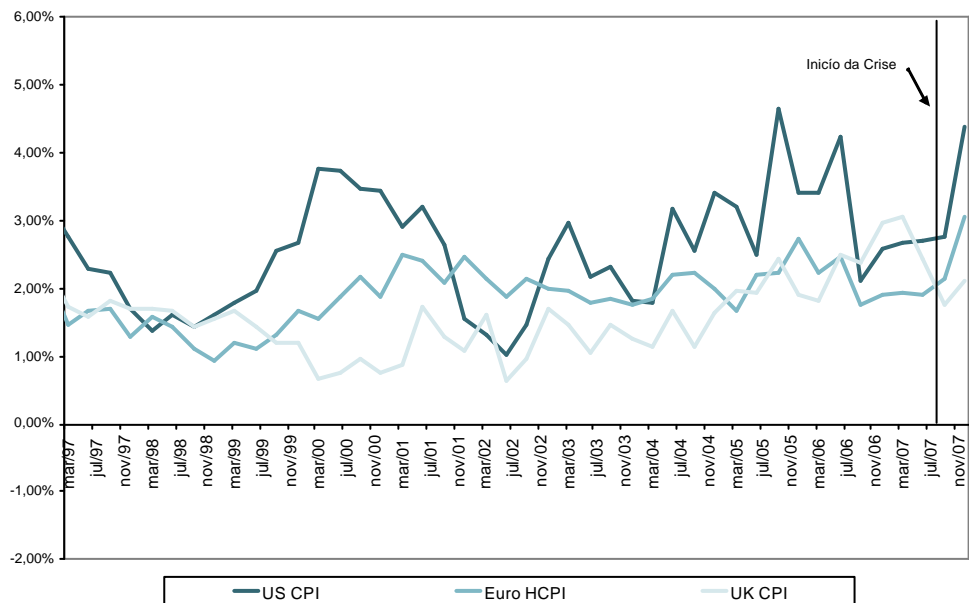
Como discutimos na [Seção 2](#), as grandes mudanças na implementação da política monetária iniciadas na década de 80 e solidificadas nos anos 90, contribuíram para a unificação do comportamento dos bancos centrais. As [Figuras 1, 2 e 3](#) mostram que, até às vésperas da crise, alguns dos principais bancos centrais agiam sincronicamente, dadas as sintonias entre a evolução do produto e da inflação nestes países.

Figura 1: Crescimento do PIB (em Relação ao Mesmo Trimestre do Ano Anterior) (Mar/97 a Dez/07)



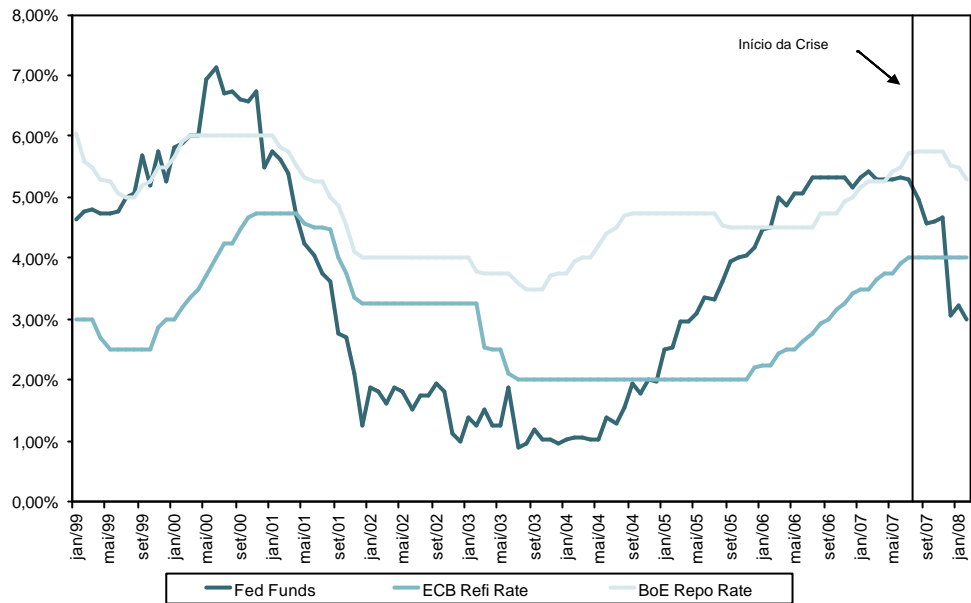
Fonte de Dados: OECDStat

Figura 2: Inflação Acumulada em 12 Meses (Mar/97 a Dez/07)



Fonte de Dados: OECDStat

Figura 3: Taxas de Juros Mensais (Jan/99 a Fev/08)



Fonte de Dados: OECDStat

**Porém, a partir de meados de 2007, os bancos centrais começaram a divergir significativamente.**

Porém, a partir de meados de 2007, com o início da turbulência dos mercados de crédito, os bancos centrais começaram a divergir significativamente, apesar da evolução semelhante nos dados de atividade e inflação. Como a política monetária é *forward-looking*, estas divergências podem ilustrar expectativas diferentes sobre a trajetória da inflação, pesos distintos atribuídos aos objetivos de estabilidade de preços e crescimento, e visões divergentes sobre o impacto real da crise de crédito. Discutimos cada uma destas possibilidades a seguir.

### 3.1. A Trajetória da Inflação e as Diferenças Institucionais

**Visões alternativas sobre o impacto das pressões inflacionárias externas sobre a inflação doméstica são um elemento importante para explicar porque os bancos centrais tornaram-se mais “descolados”. O Fed vem enfatizando que as pressões exercidas pela alta dos preços de matérias-primas não devem contaminar a inflação core, permitindo que as expectativas de inflação permaneçam ancoradas. As análises mais recentes do Banco Central Europeu e do Banco da Inglaterra, entretanto, apresentam perspectivas distintas.**

Como mencionamos, visões alternativas sobre o impacto das pressões inflacionárias externas sobre a inflação doméstica são um elemento importante para explicar por que os bancos centrais tornaram-se mais “descolados”, o Fed em particular, a partir do início da crise. Em praticamente todos os seus pronunciamentos desde então, Bernanke, assim como outros membros do FOMC, vêm enfatizando que as pressões exercidas pela alta dos preços de matérias-primas não devem contaminar a inflação *core*, permitindo que as expectativas de inflação permaneçam ancoradas<sup>1</sup>. Além disso, espera-se que as atuais pressões irão ceder naturalmente devido à desaceleração da economia, o que significa que a tarefa da política monetária no curto prazo continua sendo a de evitar um estrago maior da crise de crédito.

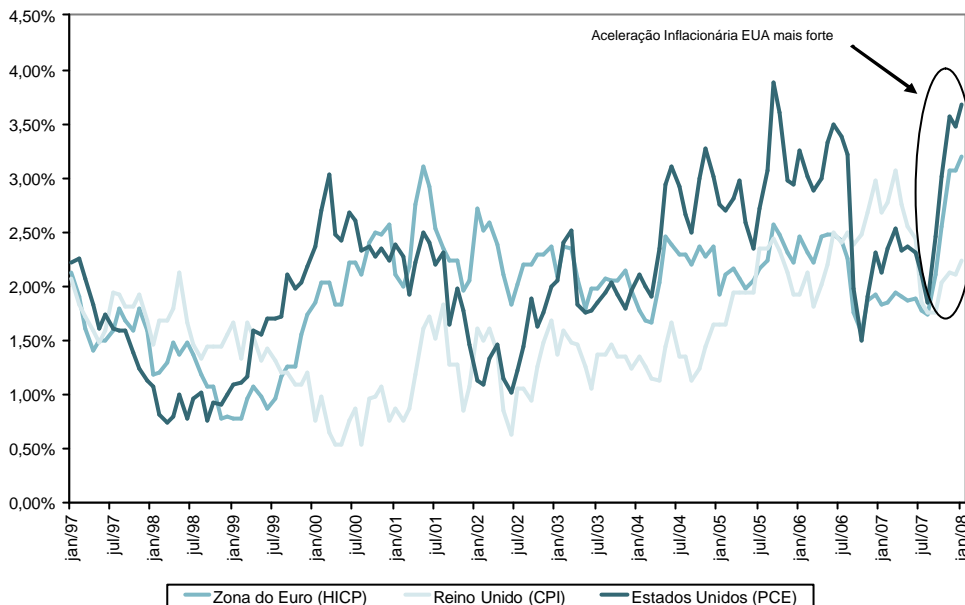
As análises mais recentes do Banco Central Europeu e do Banco da Inglaterra, entretanto, apresentam perspectivas notavelmente distintas. Em seu último comunicado em 6 de março, o BCE expressou de forma contundente seus temores quanto à possibilidade de que a alta dos preços de energia e alimentos desestabilize as expectativas de inflação. Trichet sublinhou claramente que, apesar dos riscos para o crescimento terem aumentado devido à maior virulência da crise financeira, são os riscos inflacionários que vão continuar orientando os rumos da política monetária no futuro imediato. Já na Inglaterra, embora os últimos indicadores de atividade estejam dando sinais mais claros de desaceleração do que na Zona do Euro, o banco central também reforçou nos últimos dias sua preocupação com a intensificação inflacionária, decidindo manter os juros. Membros do comitê de política monetária já vinham enfatizando há várias semanas que os riscos ao cumprimento da meta de inflação devido à elevação dos preços de matérias-primas são, no mínimo, tão relevantes quanto os associados ao encolhimento global do crédito.

<sup>1</sup> Para isso, supõe-se, implicitamente, que não está havendo um realinhamento permanente dos preços relativos, o que, nas atuais circunstâncias, está cada vez mais difícil de se imaginar.

No entanto, não só a inflação medida pelo PCE vem sofrendo uma aceleração mais forte do que a medida pelos índices cheios na Europa, como seu núcleo mostra uma clara tendência de alta comparada à dos demais índices.

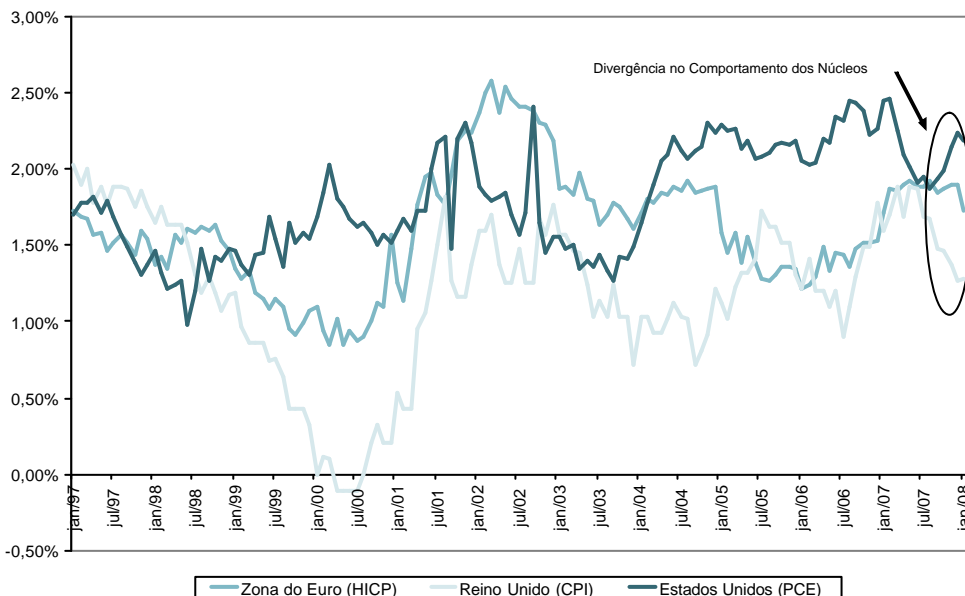
No entanto, a recente evolução dos índices de inflação que estes bancos centrais monitoram não sustenta a postura relativamente mais otimista do Fed em relação à trajetória dos preços. De fato, não só a inflação medida pelo índice “favorito” do Fed, o PCE, vem sofrendo uma aceleração mais forte do que a medida pelos índices cheios na [Europa](#)<sup>2</sup>, como seu núcleo (referência para a “zona de conforto” do Fed entre 1% e 2%) mostra uma clara tendência de alta comparada à dos demais índices (ver [Figuras 4 e 5](#)).

Figura 4: Índices de Preços Cheios (Jan/97 a Jan/08)



Fonte de Dados: OECDStat e Fed St. Luis

Figura 5: Núcleos dos Índices de Preços (Jan/97 a Jan/08)



Fonte de Dados: OECDStat e Fed St. Luis

<sup>2</sup> A meta de inflação é definida tomando-se o índice cheio do HICP na Zona do Euro e do IPC na Inglaterra.

**Outro elemento importante para entender as distintas posturas dos bancos centrais e o *decoupling* das políticas monetárias são as diferenças nos seus mandatos. Os diferentes graus de importância atribuídos aos objetivos da política monetária tornam o Fed bem mais “ativista”**

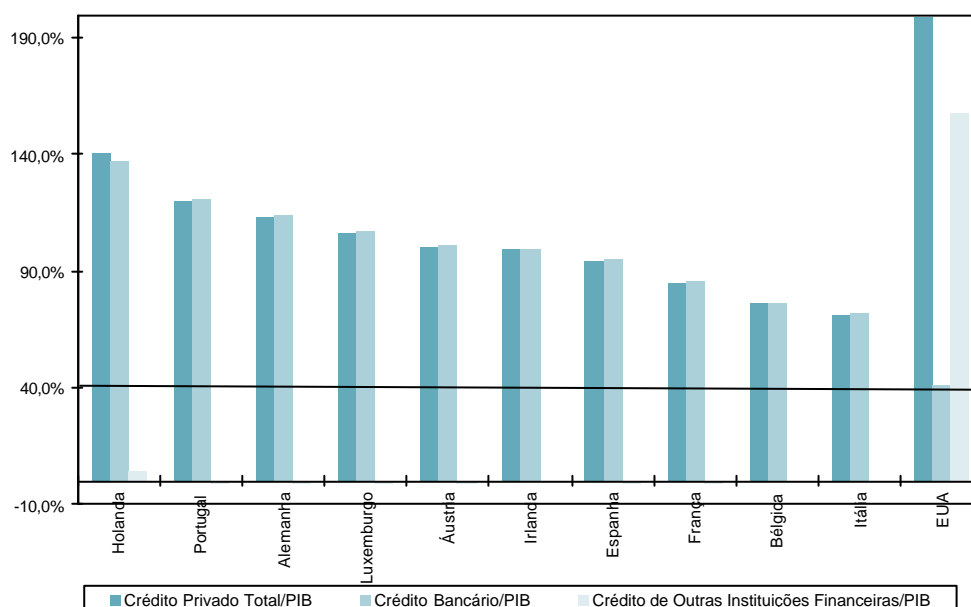
Portanto, um outro elemento importante para entender as distintas posturas dos bancos centrais e o *decoupling* das políticas monetárias são as diferenças nos seus mandatos. Enquanto o Fed tem o triplo objetivo de “garantir a estabilidade de preços, da atividade econômica e das taxas de juros de longo prazo”, o BCE e o Banco da Inglaterra priorizam claramente a estabilidade de preços. Este diferente grau de importância atribuído aos objetivos da política monetária tornam o Fed, em geral, bem mais “ativista”<sup>3</sup>. Não é tão surpreendente, portanto, que com os sinais contraditórios emitidos por inflação e crescimento devido à crise de crédito, os bancos centrais caminhem, ao menos temporariamente, em direções opostas. Estas considerações são ainda mais relevantes se o impacto real que se espera da crise financeira for mais forte nos EUA que nas demais regiões. Abordamos esta questão a seguir.

### 3.2. Propagação do Crédito, Crise Bancária e o Papel dos Bancos Centrais

**Enquanto na Europa o crédito origina-se fundamentalmente no setor bancário tradicional, nos EUA a origem e propagação do crédito se dão primordialmente fora deste setor.**

Na [Seção 2](#) discutimos como as inovações financeiras dos últimos anos afrouxaram os laços entre os bancos centrais e seus sistemas financeiros. Embora isto tenha ocorrido de forma generalizada, há importantes diferenças no grau em que este fenômeno se deu entre os países. Para ilustrar o argumento, consideramos a importância dos mecanismos bancários e não-bancários de criação de crédito na Eurolândia e nos EUA. Utilizando as definições de [BECK, DEMIRGÜC-KUNT e LEVINE \(1999\)](#), a [Figura 6](#) mostra que, enquanto na Europa o crédito origina-se fundamentalmente no setor bancário tradicional, nos EUA a origem e a propagação do crédito se dão primordialmente fora deste setor.

Figura 6: EUA vs. Europa - Originação e Propagação do Crédito (1996 a 2005)



Fonte de Dados: IFS

**Estas divergências podem explicar porque a crise de crédito foi (até agora) menos severa na Europa. Quando o crédito é principalmente originado no setor bancário, problemas nos balanços destas instituições não precisam levar a uma forte contração da oferta de crédito.**

Quais as implicações destas observações? Por um lado, estas divergências podem explicar por que a crise de crédito foi (até agora) menos severa na Europa, com um impacto menor sobre o nível de atividade, permitindo que o foco da política monetária permaneça sobre a estabilidade de preços. Quando o crédito é principalmente originado no setor bancário, sobre o qual o banco central tem controle direto, problemas nos balanços destas instituições (ex. exposição aos *subprimes*) não precisam levar a uma forte contração da oferta de crédito. Basta que o banco central tome as medidas necessárias, como as maciças injeções de liquidez que o Banco Central Europeu orquestrou em agosto, setembro e dezembro, além da disposição para agir por meios diretos de intervenção.

<sup>3</sup> Maior ativismo, porém, não pode ser a desculpa para imprudência.

**A maior exposição dos bancos a produtos securitizados magnifica o *deleveraging* e, portanto, a potencial contração do crédito, quando os mercados para estes produtos sofrem choques de confiança.**

Por outro lado, a fonte de origem do crédito também explica porque está tão difícil para o Fed encontrar uma solução para a atual crise. Embora os problemas nos EUA tenham os contornos de uma crise bancária “clássica”, os instrumentos tradicionais para resolver crises desta [natureza](#)<sup>4</sup> não são capazes de restaurar os mecanismos de crédito por estarem estes fora da área de atuação do Fed. Consistente com esta evidência, [GREENLAW et al \(2008\)](#) mostram que a parcela da intermediação financeira efetuada via sistema bancário “tradicional” (ou seja, instituições que captam depósitos) caiu de 45% nos anos 80, para menos de 30% em 2007. Em contrapartida, a parcela efetuada via mercados de ativos securitizados aumentou de 25% nos anos 80 para acima de 55% em 2007. A seguir mostramos um exemplo numérico estilizado, baseado nos argumentos de [GREENLAW et al \(2008\)](#), para ilustrar como a maior exposição dos bancos a produtos securitizados magnifica o *deleveraging* e, portanto, a potencial contração do crédito, quando os mercados para estes produtos sofrem choques de confiança.

Considere duas regiões, A e B. Na região A, os ativos bancários são constituídos fundamentalmente por *securities*, enquanto na região B os ativos bancários são apenas parcialmente constituídos por *securities*, sendo o restante em empréstimos não-securitizáveis a empresas e famílias.

Tabela 1: Balanço dos Bancos na Região A

Ativo	Passivo
Securities = 100	Patrimônio Líquido = 10 Dívida = 90

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Tabela 2: Balanço dos Bancos na Região B

Ativo	Passivo
Securities = 20 Empréstimos = 80	Patrimônio Líquido = 10 Dívida = 90

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Em ambos os casos, a meta de alavancagem,  $L = (\text{Ativo})/(\text{PL})$ , é de 10. Suponha agora que o valor dos ativos securitizados caia 2% sem que haja nenhuma alteração no preço da dívida ou no valor dos empréstimos.

O que acontece na região A? Neste caso, o novo nível de alavancagem passa a ser  $L^* = 98/8 = 12,25$ , isto é, os bancos ficam excessivamente alavancados. Para retornar à meta de 10, é necessário que os bancos da região A vendam *securities* (e reduzam dívida) no valor de 18, contraindo o crédito em 18,4%.

Já na região B, o novo nível de alavancagem passa a ser  $L^* = (80+19,6)/9,6 = 10,38$ . Para retornar à meta, os bancos precisam apenas vender 3,6 de *securities* (e reduzir o passivo no mesmo montante), contraindo o crédito num montante bem inferior ao da região A (3,6%).

**Nestes casos, cortes de juros podem ajudar na medida em que resultem em curvas de juros mais inclinadas, o que aumenta a lucratividade dos bancos e acelera a recomposição do capital.**

Como impedir a drástica contração de crédito da região A? Uma forma é criar condições para que estas instituições consigam recompor o seu capital. Neste sentido, como argumentam [GREENLAW et al \(2008\)](#), cortes de juros podem ajudar na medida em que resultem em curvas de juros mais inclinadas, o que aumenta a lucratividade dos bancos e acelera a recomposição do capital. Interpretando a região A como os EUA e a região B como a Europa, à luz das evidências sobre a origem do crédito que descrevemos [anteriormente](#)<sup>5</sup>, o potencial efeito da política monetária sobre as curvas de juros e o balanço dos bancos pode servir como uma motivação adicional para o fim da coordenação implícita do Fed e do BCE.

<sup>4</sup> Como injeções de liquidez, recapitalização (ou até estatização) de bancos, segmentação do sistema bancário para facilitar a identificação de instituições que perderam viabilidade etc.

<sup>5</sup> E abstraindo-se dos problemas inerentes à extrema simplificação do exercício apresentado.

**O processo de securitização foi um elemento importante do desenvolvimento dos mercados financeiros nos últimos anos e tem sido um fator importante para o barateamento do crédito. No caso presente, dois problemas podem ser detectados: o abuso das técnicas de apreçamento de ativos e a falta de regulamentação adequada.**

O processo de securitização foi um elemento importante do desenvolvimento dos mercados financeiros nos últimos anos e tem sido um fator importante para o barateamento do crédito (tanto consumidores, quanto compradores de imóveis se beneficiaram da inovação), que provavelmente vai continuar. Um elemento essencial desse processo, entretanto, é a segregação de riscos que permite o uso de mecanismos de preços para atrair avaliadores de risco, seguradores e resseguradores que são *players* importantes nesse mercado. No caso presente, dois problemas podem ser detectados: o abuso das técnicas de apreçamento de ativos, com o uso inadequado de modelos de projeção de variância que se mostraram inúteis na [turbulência](#)<sup>6</sup>; e a falta de regulamentação adequada, capaz não apenas de impedir os exageros de alavancagem mas prover socorro nos casos de generalização da desconfiança, tal como nas crises bancárias tradicionais. Há problemas de difícil solução, como o *moral hazard* envolvido no socorro oficial nas crises de liquidez, mas que só podem ser lidados com uma regulação que seja capaz de acompanhar os desenvolvimentos financeiros. Desse ponto de vista, os desastres costumam melhorar o ambiente regulatório.

## 4. Conclusões

O duplo desafio imposto pela estagflação à política monetária americana, que temos analisado já em vários artigos passados, gerou uma resposta que rompe com o modelo de *inflation targeting* que até pouco tempo era defendido pelo presidente do Fed. A era da Grande Moderação foi encerrada pela queda brusca de 1,25 ponto percentual na taxa de Federal Funds em janeiro. A prioridade deixou de ser a inflação e o espaço está aberto para que se espere maior variância do produto e da inflação no futuro. Ou seja, um ambiente pior para os investimentos e um menor crescimento para o produto potencial.

**Ao Fed faltam instrumentos que possam restaurar a oferta de crédito. O resultado parece ser uma subordinação da política de juros às necessidades de sustentação do nível de atividade, o que significa um desgaste significativo da credibilidade do Fed pelo distanciamento do objetivo de inflação.**

Nesse artigo, interpretamos essa ruptura como interrompendo a tradição recente de coordenação implícita da política monetária nos diferentes países mais organizados. Apesar da queda de juros ter sido comemorada pelos mercados acionários, pelo alívio de curto prazo que resultou para os preços de ações a partir do fim de janeiro, ela significa um *decoupling* nas políticas monetárias entre os diversos países. A coordenação implícita foi um experimento mais eficaz e viável do que as tentativas de coordenação explícita de política que eram recomendadas como elemento estabilizador da economia mundial no novo contexto de globalização financeira. Vimos de que forma podemos entender as dificuldades do Fed para uma ação monetária para a atual crise, a partir da combinação das diferentes fontes de originação de crédito na Europa e nos EUA, com a forte desalavancagem que resulta do gerenciamento dos balanços das diversas instituições financeiras. Enquanto na Europa as intervenções diretas nos mercados bancários, injeções maciças de recursos públicos e até nacionalização de bancos foram utilizadas, a restauração dos mecanismos de oferta de crédito parece mais auspiciosa, enquanto ao Fed faltam instrumentos que possam restaurar a oferta de crédito. O resultado parece ser uma subordinação da política de juros às necessidades de sustentação do nível de atividade, o que significa um desgaste significativo da credibilidade do Fed pelo distanciamento do objetivo de inflação.

**O *decoupling* das políticas monetárias gera uma divergência nas taxas de juros a curto prazo, maior imprevisibilidade para as taxas de câmbio a longo prazo e sinaliza um período possivelmente prolongado de turbulência. A longo prazo, há dois efeitos negativos: prolongamento dos desequilíbrios das taxas de câmbio e o futuro do desenvolvimento financeiro.**

Quais as conseqüências para a economia mundial? A combinação desse *decoupling* das políticas monetárias gera uma divergência nas taxas de juros a curto prazo, maior imprevisibilidade para as taxas de câmbio a longo prazo e sinaliza um período possivelmente prolongado de turbulência, que é negativo para a recomposição da confiança dos investidores. A médio prazo, a turbulência cambial prejudica o movimento direcional da taxa de câmbio americana que tem sido um elemento importante, antes da crise, de redução do déficit em transações correntes, sem que tenha provocado o tumulto que hoje a imprevisibilidade dos bancos centrais pode causar. A longo prazo, há dois efeitos negativos: primeiro, o prolongamento dos desequilíbrios que as taxas de câmbio poderiam corrigir; segundo, quanto ao futuro do desenvolvimento financeiro que, afinal, transformou inovações em produtos que, de fato, baratearam a intermediação financeira em todo o mundo e geraram a possibilidade de diversificação que favoreceu o trânsito internacional de capitais que continua a ser desejável do ponto de vista da eficiência da alocação dos recursos e do risco.

<sup>6</sup> Este é um fenômeno antecipado por [MANDELBROT e HUDSON\(2004\)](#).

**Para os bancos centrais não emissores de moeda internacional, como o Brasil, há duas consequências negativas. A primeira é o estímulo à tolerância com a inflação. A segunda é a tentação de cortejar o aplauso dos mercados financeiros.**

Para os bancos centrais não emissores de moeda internacional, como o Brasil, há duas consequências negativas. A primeira é o estímulo à tolerância com a inflação, o que, de resto, nossos colegas que sentem os benefícios e os custos das exportações de matérias-primas já podem notar pela diferença de comportamentos, por exemplo entre as políticas monetárias da Austrália e do Canadá, e a postura do Banco Central brasileiro, que parece estar menos disposto a elevar os juros preventivamente diante das pressões inflacionárias em 2008. Apesar da taxa de juros real ainda ser elevada em termos internacionais, o mais provável é que ela seja insuficiente para conter os excessivos crescimentos dos agregados nominais de crédito e ativos financeiros, que ainda respondem aos estímulos iniciais da conquista da estabilidade econômica. A segunda é a tentação de cortejar o aplauso dos mercados financeiros, que sempre comemoram, a curto prazo, juros mais baixos, especialmente em uma conjuntura em que os fundamentos recessivos no mundo aumentam tanto os riscos dos investimentos nas atividades produtivas. O que aparece no horizonte desse desastre em câmara lenta que ameaça a economia mundial, entretanto, é uma estrada perigosa para a política monetária, ao fim da qual se vê maior inflação e maior custo para reduzi-la, por desgaste da credibilidade.

DIONISIO DIAS CARNEIRO E MONICA BAUMGARTEN DE BOLLE

## Referências Bibliográficas

BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A. e LEVINE, R. A New Database on Financial Development and Structure. **The World Bank Working Paper**, nº 2.146. Jul. 1999.

CARNEIRO, D. D. Os Suspeitos de Sempre e as Novas Vítimas. **Carta Econômica Galanto**, nº 93. Ago. 2007.

GREENLAW, D. , HATZIUS, J. , KASHYAP, A. K. e SHIN, H. S. Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown. **US Monetary Policy Forum Conference**. Fev. 2008.

MANDELBROT, B. e HUDSON, R. L. The Misbehavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin and Reward. **Basic Books**. 2004.

RAJAN, R. G. Has Financial Development Made the World Riskier? Paper apresentado em seminário em Jackson Hole. **NBER Working Paper**, nº 11.728. Set. 2005.