

UFRJ – Universidade Federal do Rio de Janeiro

IE - Instituto de Economia



**A Política Monetária Não Convencional na Crise Recente: Uma
Análise dos Fundamentos Teóricos e do Policymaking no Período**

ALEJANDRO DA ROCHA SOUTO PADRÓN

matrícula nº 109023894

Orientador: Antonio Luis Licha

Janeiro de 2014

Alejandro da Rocha Souto Padrón

**A Política Monetária Não Convencional na Crise Recente: Uma
Análise dos Fundamentos Teóricos e do Policymaking no Período**

Monografia apresentada e defendida junto à banca de avaliação formada por professores do Instituto de Economia da UFRJ com o intuito de obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Janeiro de 2014

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor

Resumo

O presente trabalho busca expor no que consistiu, tanto em teoria quanto na prática, a recente onda de medidas extraordinárias adotadas pelos bancos centrais ao redor do mundo em resposta à crise econômica e financeira instalada mundo afora no pós-2008. A natureza de tais medidas, em plena dissonância com o núcleo convencionado no novo consenso, permitiu a alcunha de política monetária não convencional. A tradicional *interest rate policy* do novo consenso macroeconômico deixou de fazer sentido uma vez atingido o limite inferior da taxa de juros, abrindo espaço para a não convencional *balance sheet policy*. Após uma revisão do processo de formação do novo consenso e seus preceitos, é feita uma análise dos fundamentos teóricos por trás das políticas não convencionais. De forma a complementar e direcionar o trabalho, é feito, por fim, um estudo de caso envolvendo o Federal Reserve e o Banco Central Europeu em suas experiências com o novo leque de políticas que se abriu na eventualidade da crise.

Palavras-chave: política monetária não convencional, novo consenso macroeconômico, *interest rate policy*, *balance sheet policy*.

Abstract

The present work consists in exposing, both in theory and in practice, the recent wave of extraordinary measures taken by central banks around the world in response to the economic and financial crisis worldwide installed post-2008. The nature of those measures, in full disagreement with the core in the new macroeconomic consensus, allowed the nickname unconventional monetary policy. The traditional interest rate policy of the new macroeconomic consensus no longer makes sense once reached the zero lower bound of the interest rate, making room for the unconventional balance sheet policy. After a review of the formation of the new consensus and its precepts, an analysis of the theoretical underpinnings behind the unconventional policies is made. In order to complement and guide the work, it is done, finally, a case study involving the Federal Reserve and the European Central Bank on their experiences with the new range of policies that emerged in the event of the recent crisis.

Keywords: unconventional monetary policy, new macroeconomic consensus, interest rate policy, balance sheet policy.

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|---|----|
| Gráfico 1: - Índice de Preços ao Consumidor nas Economias Avançadas (1985-2000) | 28 |
| Gráfico 2: O Comportamento da Federal Funds Rate | 37 |
| Gráfico 3: Composição do Balanço do Federal Reserve: o lado do ativo | 38 |
| Gráfico 4: Reservas Bancárias no Sistema Financeiro Americano | 39 |
| Gráfico 5: Spread de Risco: Commercial Paper vs. T-Bill | 41 |
| Gráfico 6: Spread de Risco: Corporate Bond vs. T-note | 42 |
| Gráfico 7: Spreads no Money Market na Zona do Euro, nos EUA e no Reino Unido | 45 |
| Gráfico 8: Financiamento Bancário e Emissão de Títulos de Dívida na Zona do Euro | 46 |
| Gráfico 9: Taxa de Juros de Política do BCE e a Taxa de Mercado (EONIA) | 47 |
| Gráfico 10: Balanço do Banco Central Europeu: o lado do Ativo | 48 |
| Gráfico 11: Taxas de Inflação Implícita (% a.a.) | 50 |
| Gráfico 12: Taxa Nominal e Real na Maturidade de 2 e 3 anos | 51 |

SUMÁRIO

| | |
|---|----|
| Introdução | 7 |
| Capítulo 1 - Revisando o Novo Consenso: Origens, Proposições e Críticas | 8 |
| 1.1) O contexto do surgimento do Novo Consenso Macroeconômico | 8 |
| 1.2) Proposições do Novo Consenso e suas Implicações para o <i>Policymaking</i> | 17 |
| 1.3) Algumas críticas às formulações do Novo Consenso | 24 |
| Capítulo 2 - O Desvio em Relação ao Novo Consenso e a Prática Não Convencional da Política Monetária | 27 |
| 2.1) Conceituando o Uso Alternativo da Política Monetária | 27 |
| 2.2) Teor e Características das Medidas Não Convencionais | 31 |
| 2.3) A Necessidade e as Estratégias de Saída | 34 |
| Capítulo 3 - A Utilização das Políticas Não Convencionais em Meio aos Tempos de Crise | 36 |
| 3.1) O Caso Americano e a Atuação do Federal Reserve | 36 |
| 3.2) A Experiência Européia e a ação do BCE | 42 |
| Considerações Finais | 52 |
| Referências Bibliográficas | 53 |

Introdução

Os anos que se seguiram à crise econômica e financeira de 2008/2009 foram palco de um significativo desdobramento dentro da disciplina da macroeconomia, mais especificamente no campo da política monetária. Marcado por práticas e políticas até então sem precedentes, tal período abrigou uma série de novos desenvolvimentos tanto na academia quanto no *policymaking*. Diante de um cenário econômico tenebroso e uma perspectiva de melhora tão ruim quanto, os bancos centrais tiveram de se valer de um leque de políticas ainda pouco conhecido e cujo desdobramento ainda não é possível avaliar com exatidão, dado sua ocorrência recente e ainda em seguimento.

Iniciada em meados de 2007, a crise financeira americana se baseou no default dos títulos securitizados lastreados em empréstimos hipotecários, afetando a solvência de grandes instituições financeiras americanas. O rápido contágio da crise financeira entre as economias globais, dado o já amadurecido processo de globalização financeira, talvez tenha tornado a complexidade de tal crise tão estarrecedora quanto a enfrentada durante a Grande Depressão. Uma vez efetuado todo o corte de juros possível, afrouxando a política monetária ao máximo, as autoridades monetárias se viram diante do *zero lower bound* da taxa de juros. Sem poder contar com seu método convencional de política monetária, os bancos centrais tiveram de se aventurar pelas desconhecidas medidas não convencionais. Estas políticas não convencionais foram alcunhadas de *balance sheet policy*, em claro contraste com a tradicional *interest rate policy*. Esta última é uma das proposições centrais do novo consenso macroeconômico, desenhando ao longo das três últimas décadas do século XX. O modelo benchmark de política monetária do novo consenso, integrante da chamada Nova Síntese Neoclássica e que incorpora elementos de três correntes teóricas distintas – Novo Keynesiana, Novo Clássica e *Real Business Cycle*-, postula o que ficou conhecido como o método convencional de política monetária, calcado numa regra de política a ser seguida por uma autoridade monetária com credibilidade o suficiente para ancorar as expectativas de inflação.

O presente trabalho se propõe a revisar o *core* das políticas propostas pelo novo consenso que constitui o paradigma convencional da política monetária, contrastando com a emergência das medidas ditas não convencionais diante dos novos desafios que se impuseram aos *policy makers* durante a crise recente. O primeiro capítulo se encarrega de expor o processo de formação do novo consenso, contextualizando com o período e levantando os debates que se seguiram até sua consolidação plena, isto é, até a consolidação do modelo

benchmark paradigmático de política monetária. O segundo capítulo apresenta a base do que são as políticas não convencionais, conceituando teoricamente seus canais de transmissão e seus objetivos. Também é dada alguma atenção ao processo de reversão dessas medidas que, por se caracterizarem pela injeção de liquidez maciça no sistema, são incompatíveis com a estabilidade de preços e saúde financeira dos mercados uma vez que a economia volte à normalidade. Por último, o terceiro capítulo, de caráter mais empírico, avalia as ações de dois bancos centrais durante o processo de aplicação de tais políticas diante dos desafios impostos pela crise de 2008/2009. Os casos estudados do Banco Central Europeu e do Federal Reserve são emblemáticos e espelham estratégias um pouco distintas, sendo de grande valia para o entendimento dessa fuga ao paradigma então estabelecido. Por fim, então, a conclusão do trabalho.

1 Revisando o Novo Consenso: origens, proposições e críticas

1.1 O contexto do surgimento do Novo Consenso Macroeconômico

Os anos 1970 representaram um período conturbado e ao mesmo tempo rico e fértil no que se refere aos debates envolvendo a disciplina da macroeconomia. Até então, desde o pós-guerra, a síntese neoclássica havia sido o grande arcabouço teórico dominante na análise econômica. Desenvolvida principalmente por John Hicks, Paul Samuelson e Franco Modigliani, a síntese neoclássica representou uma junção das análises da economia clássica com as contribuições trazidas por John Maynard Keynes após a Grande Depressão. Na verdade, tais autores buscaram interpretar, adaptar e sintetizar as contribuições dadas por Keynes em sua Teoria Geral (1936) dentro do escopo da teoria (neo)clássica. O modelo IS-LM – um modelo simples e típico de manejo da demanda agregada, refletindo justamente as idéias de Keynes sobre a importância da gerência da demanda efetiva – talvez seja o que há de mais representativo dentro do que representou a síntese neoclássica.

A despeito de haver uma síntese dentro da disciplina da macroeconomia, controvérsias e debates entre diferentes correntes eram lugar comum dentro da ciência econômica. Tais controvérsias iam desde a discussão a respeito de quais políticas deveriam ser prescritas na academia até sobre questões “básicas” de método na ciência: que tipos de modelos poderiam ser razoavelmente empregados a fins de análise macroeconômica, que tipos de trabalhos

empíricos poderiam ser entendidos eficazes em entender o mundo real, bem como sobre quais questões os pesquisadores poderiam, de fato, ser capazes de responder.

Nos anos 1960 e início dos anos 1970, um forte embate teórico se dava entre monetaristas, liderados por Milton Friedman, e keynesianos, destacadamente James Tobin. Tal disputa não se dava apenas em termos de qual seria a real inclinação da curva IS ou da curva LM (mais ou menos juros-elásticas) ou sobre qual política (fiscal ou monetária) era mais eficiente no manejo da demanda agregada. De acordo com Woodford (2009), tais escolas tinham quase que concepções distintas sobre economia e, como consequência, argumentavam uns contra os outros. Ainda de acordo com Woodford (2009), os keynesianos buscavam estimar modelos econométricos estruturais capazes de explicar flutuações de curto prazo e úteis na avaliação de políticas de governo alternativas, onde a relevância empírica do modelo era mais importante do que seu rigor teórico. Os monetaristas viam tal esforço de modo cético, considerando pouco confiáveis tais modelos de curto prazo e preferindo se ater às previsões mais robustas de longo prazo dadas pela própria teoria econômica. Além disso, os monetaristas questionavam a utilidade dos modelos estruturais econométricos, de forma que se utilizavam, em sua análise positiva e normativa, de gráficos mostrando os co-movimentos das séries tempo das variáveis em questão e os acontecimentos econômicos datados.

Ao longo da década de 1970 e 1980, surgem a escola Novo Clássica e a teoria do *Real Business Cycle*. Segundo Woodford (2009), a escola Novo Clássica teria representado “novos recrutas à causa monetarista”, defendendo muitos de seus pontos por meio de métodos mais modernos. Mankiw (2006) se refere ao monetarismo como “a primeira onda de economistas novos clássicos”. Tanto os novos clássicos quanto os teóricos do ciclo real de negócios consideram a construção de modelos estruturais de curto prazo como tarefa central da macroeconomia, divergindo dos keynesianos quanto aos requerimentos para um modelo macroeconômico coerente, isto é, insistiam numa formulação rigorosa de uma estrutura de equilíbrio-geral intertemporal. Dessa forma, a divisão central entre os macroeconomistas deixou de ser o uso ou não de modelos estruturais capazes de captar a dinâmica de curto prazo, passando a se dar sobre as especificações dos modelos e sua consistência teórica.

O lado prático do *policymaking* foi confuso e desafiador durante a década de 1970. Como se sabe, os dois choques do petróleo ocorridos na década contribuíram para um surto inflacionário na economia mundial como um todo. Colocava-se em questão o papel da política monetária e sua eficácia no combate à inflação. Havia na época uma tendência dos

bancos centrais – o Federal Reserve como exemplo mais notável – a praticarem a estratégia denominada “*go and stop*”. De acordo com Goodfriend (2007), tal prática resultava da inclinação dos bancos centrais em atender às preocupações do público quando estas se tornavam nítidas. Ou seja, o banco central estimularia a atividade econômica e o emprego até o ponto em que a inflação começasse a causar preocupações no público (esta seria a fase “*go*” do processo). A partir de então, a autoridade monetária colocaria em prática uma política monetária restritiva até que a inflação cedesse o suficiente para acalmar o temor do público, e o aumento do desemprego seria uma consequência natural do aperto monetário (esta seria a fase “*stop*” do processo). Porém, o clamor do público pela política restritiva teria fim assim que o aumento do nível de desemprego começasse a assustar. Com efeito, era politicamente difícil para a autoridade monetária, neste esquema, reverter uma alta inflação. Ao condicionar sua ação, isto é, o combate à inflação e o estímulo ao nível de atividade, à vontade do público, os bancos centrais acabaram por gerar uma maior volatilidade tanto no produto como na própria inflação. Por outro lado, além de uma estratégia equivocada que trazia consigo a própria volatilidade da inflação, a crença generalizada nos anos 1960 na existência de uma curva de Phillips de longo prazo estabelecendo um *trade-off* entre inflação e desemprego inclinou os bancos centrais a tolerarem uma inflação maior na esperança de se alcançar um nível permanente de pleno emprego, o que ajudou a contribuir para o desarranjo da política monetária nos anos 1970. Outros dois fatores contribuíram para essa percepção de “desarranjo” na política monetária dos anos 1970: os choques do petróleo ocorridos em 1973-74 e 1979-80 e o desmonte do sistema Bretton Woods ocorrido em 1971. Com o fim da conversibilidade ouro-dólar, as principais moedas do mundo, pela primeira vez na história, ficaram desligadas do ouro ou de outra *commodity* qualquer. A falta de tal lastro para a criação de moeda contribuiu para o nervosismo e o temor inflacionário da década de 1970.

O embaralho tal em que se encontrava a política monetária nos anos 70 se refletiu em questionamentos no meio acadêmico. Tais questionamentos diziam respeito sobre a capacidade do banco central em controlar a inflação de forma eficaz e sobre o papel da credibilidade do banco central e sua influência sobre as expectativas inflacionárias.

Ainda nos anos 1970, havia um ceticismo em larga escala sobre a eficácia da política monetária ante a inflação. A inflação era comumente tida como causada primariamente por outros fatores que não monetários, tais como o déficit fiscal, choques nos preços de *commodities*, sindicatos agressivos ou firmas monopolísticas.

Os economistas monetaristas, liderados por Milton Friedman e Allan Meltzer, trabalharam desde os anos 1960 para mostrar que o banco central possui, de fato, as ferramentas necessárias para agir contra a inflação. Os monetaristas apresentaram evidências empíricas de que mesmo que a inflação de curto prazo resulte de fatores diversos, a inflação de longo prazo estará sempre associada ao crescimento excessivo da oferta monetária. Com efeito, possuindo o monopólio da emissão de moeda, o banco central tem as ferramentas necessárias e suficientes para controlar a tendência inflacionária. A clássica frase de Friedman – *“inflation is always and everywhere a monetary phenomenon”* – sintetiza tal ponto.

Há tempos os macroeconomistas já tinham ciência de que as expectativas inflacionárias desempenham um papel central na propagação da inflação. Porém, não era consensual a forma pela qual a política monetária influenciava tais expectativas. James Tobin, economista keynesiano expoente à época, considerava que o processo de decisão de preços e acerto de salários tinha um viés inflacionário, de tal forma que somente uma forte política de sacrifício do produto poderia reverter tal viés e controlar as expectativas inflacionárias. Por outro lado, a teoria das expectativas racionais, desenvolvida por Robert Lucas Jr. e Thomas Sargent, explorou a conexão entre a “psicologia inflacionária” e a política monetária. Segundo tal teoria, as expectativas de inflação podem se comportar conforme a meta estipulada pela autoridade monetária, uma vez que esta se comprometa crivelmente a uma regra de crescimento não-inflacionário da oferta de moeda. Em uma situação de desinflação crível, a expectativa de inflação, a taxa de crescimento da oferta de moeda e a inflação corrente poderiam ambas ter uma tendência negativa, isto é, diminuir conjuntamente com pouco efeito adverso sobre o nível de emprego.

Outra questão que se colocava era sobre a possibilidade do banco central adquirir a credibilidade necessária para um processo de desinflação crível e quão rápido esta poderia ser obtida. De um lado, keynesianos como Tobin acreditavam que tal credibilidade seria de difícil obtenção, de forma que as expectativas seriam de difícil manejo e a desinflação apresentaria altos custos (taxa de sacrifício). Enquanto isso, os monetaristas se dividiam sobre quão prontamente os bancos centrais estariam para adquirir tal credibilidade. Edward Prescott e Finn Kydland (1977) mostraram que a política monetária ótima era temporalmente inconsistente, uma vez que, agindo de forma discricionária, a autoridade monetária tinha incentivos para prometer uma baixa inflação e, na verdade, se utilizar da política monetária para estimular a atividade econômica. A menos que tal esforço anti-inflacionário fosse

respaldado por um mecanismo de comprometimento, a política monetária seria inconsistente. O argumento de Prescott e Kydland sugeria que somente a independência do banco central seria insuficiente, haveria uma necessidade de um mandato legislativo para que o banco central pudesse obter a credibilidade necessária para uma desinflação bem sucedida. A maioria dos monetaristas acreditava que haveria sim, no curto prazo, custos em termos de desemprego, uma vez posta em prática uma política monetária deflacionista. Porém uma política acertada poderia diminuir rapidamente as expectativas inflacionárias e, conseqüentemente, os custos de desinflação seriam bem menores do que o esperado.

É importante compreender que o Novo Consenso Macroeconômico foi sendo consolidado ao longo das décadas de 1980 e 1990, a partir de desenvolvimentos teóricos e empíricos na academia e da experiência prática que foi sendo obtida a partir da gestão da política monetária de 1970 em diante. Na verdade, de acordo com Blanchard (1997), o que se observa no novo consenso é a convergência entre a prática e a teoria da política monetária, onde os *policymakers* e os acadêmicos de fato interagem. Para Goodfriend (2007), “*The story is one of mutually reinforcing advances in theory and practice*”. Ao Federal Reserve (Fed) coube uma participação essencial na formação do que veio a ser considerado o Novo Consenso Macroeconômico. Sua contribuição para a parte prática da política monetária desenvolvida ao longo do último quarto do século XX e que culminou no chamado *core* do *macroeconomic policy framework* do novo consenso.

Em meados de 1979, Paul Volcker toma posse como *chairman* no Federal Reserve. A economia americana vinha passando por um surto inflacionário durante quase toda a década de setenta. Não bastasse o primeiro choque do petróleo em 1973, ocorre um segundo choque em 1979, em virtude da revolução islâmica no Irã. O cenário era de inflação alta e de um temor (expectativa) inflacionário(a) também perverso. No mesmo ano, o Fed quebra com sua tradição de pouco informar ao público sobre suas ações e anuncia sua intenção de aperto monetário para combater à inflação. Apesar de ter elevado o *federal funds rate* em 3% já no fim de 1979, além de mais 3% no início de 80, o Fed afrouxou a política monetária em virtude de uma percepção generalizada de uma recessão a caminho da economia americana ainda no ano de 1980. No fim das contas, o ano de 1980 acabou sendo um fisco para a economia americana, que fechou o ano em recessão, com inflação acima de 10% e um tenso temor inflacionário. O apoio do público a uma postura mais severa do Fed em relação à inflação, bem como seu apoio à eleição de Ronald Reagan (candidato pelo partido republicano e

extremamente avesso à inflação), deu forças para que o Fed de Volcker subisse o *federal funds rate* de 8% em julho de 1980 para 19% no início de 1981. Com a taxa nominal em 19% e a inflação girando a 10% ao ano, a taxa real de juro estava em sua máxima histórica de 9% ao ano. O Fed estava disposto a manter o aperto monetário e assim o fez a despeito da recessão na economia americana entre 81 e 82, mesmo em seu momento mais crítico. O efeito sobre a inflação foi rápido o suficiente para que no fim de 82, também o fim da recessão, o Fed pudesse afrouxar a política de juros. No fim daquele ano, a economia americana operava com o nível de desemprego em 10% e a inflação em 4%. Houve um novo temor inflacionário entre 1983 e 84 observado pelo comportamento das taxas dos títulos americanos de 30 anos, que se elevaram inesperadamente em 3%. O Fed, novamente, respondeu com um novo aperto monetário, trazendo o *federal funds rate* para 11%. Este episódio caracterizou, segundo Goodfriend (2007), a primeira tentativa bem-sucedida na história do Fed em estacar a inflação via política de taxa de juros e não causar algum tipo recessão. Este período, que ficou conhecido como a desinflação de Volcker, é notável em suas contribuições para o estabelecimento do novo consenso dado que foi uma experiência notória em termos de pioneirismo na condução da política monetária de até então. Nas palavras de Goodfriend (2007, p. 12):

The Volcker disinflation taught several lessons that are among the founding practical principles of the new consensus on monetary policy. First, the main monetarist message was vindicated: monetary policy alone—without wage, price, or credit controls, and without supportive fiscal policy—could reduce inflation permanently at a cost to output and employment that, while substantial, was far less than in common Keynesian scenarios. Second, a determined independent central bank can acquire credibility for low inflation without an institutional mandate from the government, although this “stand alone” central bank credibility for low inflation may be fragile and periodically tested by potentially destabilizing inflation scares. Third, a well-timed aggressive interest rate tightening can reduce inflation expectations and preempt a resurgence of inflation without creating a recession.

Com efeito, três dos preceitos do novo consenso podem ser tirados como lição da experiência proporcionada pela desinflação de Volcker. A primeira delas, nos moldes do que preconizavam os monetaristas e novos clássicos, a política monetária é necessária e suficiente

para o controle da inflação, que é um problema fundamentalmente monetário no longo prazo. Isto é, nenhum outro tipo de ferramenta como o controle de crédito e/ou de salários e preços é necessário para o controle da estabilidade do nível de preços. A segunda lição é a de que um banco central independente, mesmo na ausência de um mandato legislativo como defendiam Prescott e Kydland, é capaz de adquirir credibilidade em suas ações, o que facilitaria na ancoragem das importantes expectativas inflacionárias. Por último, o próprio Fed mostrou ser capaz de controlar a inflação sem causar alguma recessão, através de uma política de taxa de juros bem ajustada na intensidade e no *timing*.

Sob a administração de Alan Greenspan, de 1987 a 2006, o Fed demonstrou alguns outros princípios práticos de política monetária que viriam a formar parte do novo consenso. A mais importante talvez seja a de que é possível, via política monetária, alcançar inflação baixa com baixo desemprego, com suaves e esporádicas recessões. O Fed de Greenspan se negou a oficializar uma meta explícita de inflação ou a anunciar alguma regra de ação. No entanto, a política monetária do período ficou caracterizada pelo foco constante na busca por uma inflação tão baixa quanto possível e desejável. De acordo com Goodfriend (2007), a postura do Fed de Greenspan transmitia a existência de uma meta implícita de inflação. Em um de seus pronunciamentos ao congresso americano, Greenspan deixa claro que política monetária do Fed teria por objetivo atingir uma taxa de inflação tal que *“the expected rate of change of the general level of prices ceases to be a factor in individual and business decision-making”*.

Um segundo princípio prático integrante do novo consenso desenvolvido pelo Fed na gestão Greenspan foi a flexibilidade em trazer a inflação à meta após algum choque, isto é, ao invés de um choque forte de política monetária, é preferível um manejo mais suave da taxa de juros para fazer convergir a inflação à meta ao longo do tempo. O crash da bolsa americana em 1987 impediu o Fed de continuar com o aperto monetário, tornando este a realizar empréstimos de liquidez para o sistema financeiro e afrouxar a política monetária. Como resultado, a inflação estava girando em torno de 6% ao ano em 1990. O Fed voltou a realizar um aperto monetário em 90 que, aliada à leve recessão causada pela guerra do golfo, trouxe a inflação pra casa dos 3% somente em 93.

Durante a recessão americana de 2001, o Fed deu mais uma mostra de uma das proposições chaves do novo consenso: a credibilidade da autoridade monetária em sua tarefa de controle da inflação aumento o poder da política monetária no combate às recessões. O fato das expectativas de inflação estarem bem ancoradas naquele momento permitiu que o Fed

reduzisse os *federal funds rate* de 6,5% para 1,75% visando sustentar a demanda agregada e o emprego. A recessão foi breve e de baixa intensidade, tendo perdurado de março a novembro daquele ano, e a inflação não acelerou a despeito da queda da taxa de juros.

Segundo Goodfriend (2007), os avanços na academia deram suporte à evolução do novo consenso de duas maneiras. Primeiramente, os trabalhos acadêmicos do início da década de 70 encorajaram o Fed de Volcker a combater a inflação via política monetária. Segundo, os economistas acadêmicos se utilizaram da ampla evidência empírica gerada na desinflação de Volcker para combinar alguns dos componentes do que viria a ser chamado de “*the consensus theoretical framework for monetary policy analysis*” nos anos 90.

Durante a década de 1970, destacaram-se os economistas monetaristas e os teóricos das expectativas racionais, uma vez que não só convenceram o Fed a agir contra a inflação, mas também por que, dentro do turbilhão da década de 70, não a toa conhecida como a “Grande Inflação”, ofereceram um caso plausível no qual a inflação poderia ser controlada somente pela política monetária e com um custo (taxa de sacrifício) bem menor do que o defendido pelos economistas keynesianos de então. O Federal Reserve acabou descartando os instrumentos não-monetários de controle de inflação- dentre eles o controle de preços e salários, de crédito e a política fiscal - em detrimento do controle da oferta monetária conforme defendido pelos monetaristas.

Conforme Goodfriend (2007, p. 19) destaca:

The drama and ultimate success of the Volcker era at the Federal Reserve stimulated ground-breaking academic advances in the analysis of money and business cycles. There were important advances in rational expectations econometrics, the analysis of real business cycles, the modeling of interest rate policy, and the modeling of the dynamic relationship between inflation and unemployment. Much of this progress was made possible by the increasing use of computers in dynamic-stochastic macroeconomic analysis.

Em 1980, já havia convergência entre algumas idéias integrantes dos fundamentos do novo consenso sobre a teoria da política monetária. Dentre elas, está a idéia da existência de uma taxa natural de juros (sob a qual o produto se encontra em seu nível potencial); a de que os preços são formados via *mark-up* sobre os custos; a tendência do nível de preços depende das expectativas; e que a inflação acelera (desacelera) caso o produto esteja acima (abaixo) do seu nível potencial . Por outro lado, havia uma série de questões ainda sem respostas e que

seriam peças fundamentais para o arcabouço do novo consenso. Tais questões envolviam o desconhecimento na modelagem de: i) o processo de formação de preços e salários; ii) as expectativas; iii) a transmissão da política monetária; e iv) os fatores reais que influenciam o ciclo de negócios.

Aos poucos, tais questões teóricas foram sendo suplantadas pelos desenvolvimentos e descobertas na academia. Stanley Fischer, John Taylor e Guillermo Calvo foram os pioneiros nos modelos dinâmicos de formação de salários e preços com expectativas (*dynamic forward-looking wage and price setting models*). O modelo de formação de preços com rigidez nominal (*staggered sticky price setting model*) mais utilizado no novo consenso é justamente um modelo desenvolvido por Calvo em 1983. Em um aclamado paper em 1976, Lucas chama a atenção dos macroeconomistas sobre a importância de se modelar a política monetária incluindo as expectativas racionais como a forma pela qual os agentes recebem/reagem à política implementada. A questão que se colocava era como incluir tais expectativas nos modelos macro a serem estimados para efeitos de avaliação de políticas. Taylor (1979) acaba por resolver tal ponto, o que o levou a conseguir quantificar econometricamente a ineficiência da estratégia “*go and stop*” de política monetária, ineficiência essa pautada no aumento da volatilidade do produto e da inflação. Por sua vez, Kydland e Prescott (1982) se ativeram a fatores puramente reais capazes de influenciar o ciclo de negócios, tais como choques de produtividade, choques na política fiscal e nos termos de troca. Tal linha de pesquisa demonstrou – em modelos sem a presença de moeda- que os choques de produtividade oriundos do processo de crescimento econômico causam os “ciclos reais de negócios”. De acordo com tal linha, as flutuações no produto e no emprego deveriam ser esperadas, sendo elas nada mais que respostas eficientes às flutuações no crescimento da produtividade.

Ao longo dos anos 1990 foi-se consolidando a idéia de que os avanços da macroeconomia – principalmente no tocante à política monetária – de alguma forma convergiam para um núcleo comum, isto é, de aceitação “geral” entre os acadêmicos e os *policymakers*. Tal como explicitado por Taylor (1997), trata-se de um “*set of key principles – a core of macroeconomics about which there is wide agreement*”. Tal “*core of macroeconomics*” constitui-se de um conjunto de proposições centrais acerca de como devem ser entendidos as flutuações econômicas, o comportamento dos agregados, bem sobre como deve agir a política econômica (predominantemente, a política monetária) e qual seu papel central. Nesse sentido, Goodfriend e King (1997), destacam o surgimento de uma Nova Síntese Neoclássica.

Segundo Blanchard (1997), “*that core is very close in spirit to what Paul Samuelson identified more than 40 years ago as the ‘neo-classical synthesis’*”. Conforme popularizado por Paul Samuelson, a velha síntese neoclássica nada mais era que uma estrutura de análise que oferecia uma visão keynesiana da determinação da renda nacional – com os ciclos de negócios surgindo por mudanças na demanda agregada aliadas à rigidez de preços e salários – e os princípios analíticos da microeconômica neoclássica. Na mesma essência da velha síntese, que combinava elementos da análise keynesiana e neoclássica, a nova síntese está assentada na combinação dos elementos analíticos desenvolvidos pelas correntes Novo Clássica, Novo Keynesiano e Real Business Cycle.

1.2 Proposições do Novo Consenso e suas Implicações para o *Policymaking*

Os avanços teóricos e práticos datados do último quarto do século XX no que diz respeito ao estudo da economia monetária levaram alguns economistas acadêmicos e *policymakers* a evocar a existência de uma bem definida “ciência da política monetária”, de acordo com Mishkin (2011). O período da Grande Moderação, que se iniciou nos anos 1980, marcado pela baixa e estável inflação e pouca volatilidade no produto, corroborou com a crença de que os novos elementos consensuais a respeito do manejo da política monetária eram bem sucedidos e, portanto, eficazes. Mishkin (2011) delinea 8 princípios básicos norteadores da tal “ciência da política monetária”. São eles: i) a inflação é sempre um problema monetário (“*inflation is always and everywhere a monetary phenomenon*”); ii) a estabilidade de preços tem importantes benefícios; iii) não há *trade-off* de longo prazo entre inflação e desemprego; iv) as expectativas desempenham um papel central na determinação da inflação e na transmissão da política monetária; v) um aumento na inflação requer um aumento na taxa de juros real (Princípio de Taylor); vi) a política monetária está sujeita ao problema da inconsistência temporal; vii) a independência do banco central ajuda na eficiência da política monetária; e viii) o comprometimento com uma âncora nominal é de central importância para bons resultados da política monetária. Tais princípios são elementos chaves do que veio a ser chamado de a Nova Síntese Neoclássica (Goodfriend e King, 1997), sendo, portanto, amplamente aceitas tanto na academia como nos bancos centrais.

O primeiro dos princípios listados acima remete à causa monetarista de que a inflação de longo prazo é determinada pela oferta de moeda. Dessa forma, o controle da inflação passa,

obrigatoriamente, pelo controle do instrumento monetário, isto é, da oferta de moeda. A estabilidade do nível de preços é importante porque, sob aumento generalizado do nível de preços, os preços relativos distorcidos prejudicam na tomada de decisões apropriadas (racionais e otimizadoras) por parte dos agentes (Lucas, 1972). Além disso, muitos agentes podem ter seu planejamento financeiro prejudicado caso desconheçam o funcionamento (ou até mesmo o que é) da inflação. Apesar do que foi argumentado por Solow e Samuelson em 1960 a respeito de um *trade-off* entre inflação e desemprego existente no trabalho publicado por A. W. Phillips (1958), Friedman e Phelps argumentaram que tal *trade-off* inexistia no longo prazo, isto é, a curva de Phillips seria vertical. O argumento era de que a economia gravitaria em torno de uma taxa natural de desemprego no longo prazo, e qualquer tentativa de reduzir a inflação além da taxa natural causaria somente inflação. O manejo das expectativas sobre as políticas futuras se tornou um elemento central na teoria monetária, principalmente após a revolução das expectativas racionais. Isto porque, sob expectativas racionais, as expectativas futuras sobre a política monetária têm impactos de fato na atividade econômica. Além disso, o componente antecipado tem um papel central na condução da política monetária. Justamente a idéia de que as expectativas sobre a política monetária desempenham papel importante nos resultados econômicos levantou o ponto de que a avaliação de políticas deva levar em conta a comparação de seus resultados sob diferentes regras. A regra que ganhou mais notoriedade foi a Regra de Taylor, segundo a qual a autoridade monetária responde via taxa de juros às alterações no hiato do produto (desvio do produto em relação a seu nível potencial) e da inflação (desvio da inflação em relação à sua meta). O princípio de Taylor atesta que a taxa nominal de juros deve se elevar numa magnitude maior que a inflação, de forma que a inflação somente irá ceder se a taxa de juros real aumentar de fato. O problema da inconsistência temporal da política monetária diz respeito à tentação (viés inflacionário) dos bancos centrais em se aproveitarem do *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego e buscarem um maior nível de emprego à custa da piora da inflação. Tal inconsistência se manifesta no uso discricionário de política, uma vez que isto permite a arbitrariedade da autoridade monetária. Os agentes, cientes dessa tentação (viés inflacionário do banco central), antecipariam a política expansionista, o que acarretaria num aumento da inflação e impacto zero no produto e no nível de emprego, o que acarretaria na total ineficácia da política monetária. Com efeito, sem um mecanismo de comprometimento (regra) crível, a política monetária não será consistente. O problema da inconsistência temporal da política monetária suscitou o estudo de arranjos institucionais

desejáveis nos quais a autoridade monetária agisse por algum mecanismo de comprometimento que a permitisse de fato perseguir uma inflação baixa. Os estudos advogando pela independência da autoridade monetária talvez tenham sido os mais bem sucedidos nessa tarefa, defendendo que um banco central independente (livre de pressões políticas para explorar o *trade-off* da curva de Phillips, por exemplo) e de posse exclusiva do instrumento monetário poderia contornar o problema da inconsistência temporal e perseguir uma baixa inflação. O comprometimento crível à uma âncora nominal – o que nada mais é do que a estabilização de uma variável nominal como a taxa de inflação – seria imprescindível para bons resultados da política monetária, contrabalançando o problema da inconsistência temporal. Isto porque a autoridade monetária deverá focar no longo prazo e resistir à tentação de perseguir políticas expansionistas de curto prazo (explorar o *trade-off* da curva de Phillips, por exemplo) para que sua política de âncora nominal seja consistente. Além disso, a âncora nominal auxilia na estabilização das tão importantes expectativas inflacionárias.

O modelo da Nova Síntese Neoclássica – ou “*the consensus benchmark model of monetary policy*” como chamado por Goodfriend (2007) – incorpora elementos clássicos como a otimização intertemporal, expectativas racionais e o *core* da teoria dos ciclos reais de negócios, como características keynesianas como a presença de competição monopolística e a rigidez nominal na formação de preços. Conforme destaca Woodford (2009), a análise macroeconômica no novo consenso consiste no emprego de modelos coerentes com os fundamentos do equilíbrio-geral intertemporal. Através destes seria possível analisar tanto as flutuações de curto prazo como com o crescimento no longo prazo. Os modelos Dinâmicos Estocásticos de Equilíbrio Geral (DSGE) não apenas se baseiam em competição perfeita com preços e salários plenamente flexíveis, eles agora incorporam as noções de competição imperfeita tanto no mercado de trabalho como no mercado de bens, incluem a rigidez nominal de preços e salários e consideram a ocorrência de capacidade ociosa.

Porém, seguindo Meyer (2001), o novo consenso pode ser apresentado de forma sintética através de um modelo dinâmico com três equações. Tais equações seriam identificadas como: i) equação de demanda agregada; ii) curva de Phillips; e iii) uma regra de política monetária. A primeira delas representaria uma espécie de curva IS, sendo derivada a partir de uma estrutura de otimização intertemporal. A segunda equação é uma equação de preços relacionando o comportamento da inflação com as variações na capacidade produtiva,

enquanto a terceira equação é uma regra de política monetária. O modelo, de forma básica, se estrutura da seguinte maneira:

- i) $Y_t^g = aY_{t-1}^g + bE_t(Y_{t+1}) - c[R_t - E_t(p_{t+1})] + x_t$
- ii) $P_t = d(Y_t^g) + w_1P_{t-1} + w_2E_t(P_{t+1}) + z_t; w_1 + w_2 = 1$
- iii) $R_t = r^* + E_t(P_{t+1}) + fY_{t-1} + g(P_{t-1} - P^r)$

Onde Y^g é o hiato do produto (desvio do produto corrente em relação ao seu nível potencial), R é a taxa nominal de juros, r^* é a taxa de juros real de equilíbrio (equivalente à taxa natural de juros), P é a inflação, P^r é a meta de inflação, x e z são choques estocásticos e todos os coeficientes são positivos.

De acordo com Meyer (2001), a primeira equação representando a demanda agregada é uma versão dinâmica da velha curva IS, onde o produto (o *hiato* do produto, neste caso) depende da taxa real de juros. A curva de Phillips, dada pela segunda equação, relaciona a inflação ao hiato do produto, à inflação passada e à futura. O efeito da inflação passada captura a rigidez nos preços, e as expectativas são assumidas como racionais, assim como na equação (i). A regra de política, por fim, é dada pela terceira equação. Formulada “à la Taylor”, tal regra relaciona a taxa de juros – que é o próprio instrumento de política monetária – ao hiato do produto e ao hiato da inflação, isto é, o desvio da inflação em relação à sua meta. Quanto à regra de política, cabem duas observações. Primeiro, tal equação claramente endogeniza a formação da taxa de juros nominal. Segundo, tal regra só leva em conta fatores domésticos, ou seja, não são feitas considerações sobre a taxa de juros internacional ou sobre a taxa de câmbio. Tais considerações apenas afetam a Regra de Taylor através de seus impactos nas variáveis domésticas como o hiato do produto e da inflação. Além disso, o uso da taxa de juros como instrumento para a meta de inflação tem como base a seguinte cadeia de relações:

taxa de juros -> demanda agregada -> atividade econômica -> inflação.

E é justamente a curva de Phillips que faz as ligações dessa cadeia.

O modelo *benchmark* de política monetária do novo consenso reforça 4 diretrizes principais que foram alcançadas na própria prática do *policymaking*. Seriam eles: i) a

prioridade por uma baixa inflação; ii) usar como meta a *core inflation* ao invés da *headline inflation*; iii) a importância da credibilidade para uma baixa inflação; e iv) uma política de taxa de juros antecipativa com transparência nos seus objetivos e em seu manejo.

A teoria do consenso de política monetária assume que a estrutura de mercado predominante é a de concorrência monopolística, onde as empresas precificam via regra de *mark-up* sobre o custo marginal. Assumindo que é custoso (“custos de *menu*”, por exemplo) para as firmas mudarem seus preços, elas somente consideram tal ação caso as condições de custo ou de demanda comprimam ou elevem seu *mark-up* até um ponto indesejado, isto é, abaixo do nível ótimo dado o poder de mercado da firma, ou acima do nível ótimo de obtenção do seu *market-share*. Assim, as firmas consideram elevar seu preço no caso em que o custo marginal se eleva acima de sua tendência em razão do comportamento da produtividade do trabalho aquém de sua tendência, ou no caso de uma pressão da demanda que sobrecarregue a intensidade de utilização dos recursos. Simetricamente, as firmas consideram baixar seus preços caso a produtividade do trabalho se eleve acima do esperado, ou caso haja um enfraquecimento na demanda agregada de forma a relaxar a intensidade de uso dos recursos. Em posse disso, para sustentar uma baixa inflação, a política monetária deve administrar a demanda agregada levando em consideração a produtividade agregada da economia, de forma que o custo marginal se eleve no mesmo montante da meta de inflação. Com efeito, as firmas elevarão seus preços na mesma magnitude da meta de inflação, acreditando que isto fará com que seu *mark-up* fique no nível corrente de maximização de lucros.

De acordo com Goodfriend (2007), esse “princípio da meta de inflação” faz com que a política monetária que visa controlar a inflação seja a mais eficaz em estabilizar o produto. As razões seriam: i) uma economia com inflação estável é aquela em que o *mark-up* maximizador de lucro se mantém constante, em média; ii) uma economia na qual a política monetária sustenta o *mark-up* maximizador de lucros das firmas opera como se as firmas arbitrassem elas mesmas, de forma flexível ou contínua, o preço de seus próprios produtos; e iii) como consequência, a meta de inflação faz com que o produto corrente se comporte de acordo com o produto potencial, este último sendo o produto agregado flutuante determinado pelo lado de oferta tal qual preconizado pela teoria dos ciclos reais de negócios. Assim, nas palavras de Goodfriend (2007, p. 26): “*This line of argument implies that inflation targeting*

yields the best cyclical behavior of employment and output that monetary policy alone can deliver”.

Tomar a *overall (headline) inflation* como meta ao invés da *core inflation* é desnecessariamente ineficiente, de acordo com a teoria do novo consenso. Isto porque um índice de *core inflation* exclui bens com preços muito voláteis e flexíveis como alimentos e petróleo, por exemplo, enquanto a *headline inflation* os inclui. E, supondo que a economia atravessasse um choque inflacionário abrangendo bens com preços flexíveis como os alimentos, a política monetária deverá arrefecer a demanda agregada de toda a economia (incluindo os setores com *sticky-prices*) se o objetivo for estabilizar a *headline inflation*, o que gera tal ineficiência. Ainda de acordo com o novo consenso, a política monetária deveria ser tal que a economia operasse o mais próximo possível de uma economia com preços flexíveis, e isto seria melhor alcançado utilizando-se a *core inflation* como meta de inflação e deixando que a economia se ajuste à mudanças nos preços relativos de bens como alimentos e commodities. Com efeito, a *core inflation* seria uma melhor âncora nominal do que a *overall inflation*, ancorando as expectativas com mais eficácia.

Em um regime de metas de inflação com plena credibilidade, as firmas ficam confiantes de que qualquer descasamento do mark-up corrente em relação ao seu nível maximizador de lucros sob preços flexíveis será temporário, porque é justamente esse o papel da política monetária, isto é, fazer com que os custos marginais se elevem na mesma magnitude da meta de inflação. Assim, a credibilidade total no regime de metas de inflação torna a expectativa de custos das firmas invariante a choques correntes, de forma que a crença das firmas no regime ancore por si mesma o processo de decisão dos preços em conformidade com a meta de *core inflation* anunciada pela autoridade monetária. Ainda, a credibilidade deve ancorar as expectativas inflacionárias de forma que o banco central possa manipular a taxa real de juros de forma confiável através do manejo da taxa de juros nominal para o controle da demanda agregada. Como ressalta Goodfriend (2007, p. 29): *“For all these reasons, credibility for targeted inflation is absolutely essential for effective interest rate policy. That is why it is a good idea for central banks to have strong institutional support to reinforce the credibility of their commitment to low inflation”.*

O novo consenso ainda prega que a política de taxa de juros deve perseguir a flutuação da “taxa natural real de juros”, que é aquela que mantém os mark-ups em seu nível maximizador de lucros sob preços flexíveis e que torne a demanda agregada em conformidade com os

ciclos reais de negócios. Perseguir a flutuação da taxa natural real de juros – que, não sendo observável, deve ser estimada - é o mesmo que tentar antecipar os picos da inflação, o que pode ser feito sem causar aumento no nível de desemprego. De posse disso, fica fácil compreender a correlação positiva entre o aumento da taxa de juros e o aumento do desemprego na era “go and stop” da política monetária. À luz do novo consenso, tal fato se devia mais ao mal uso do instrumento da taxa de juros do que um problema estrutural da prática da política monetária. Por outro lado, a política de taxa de juros de curto prazo deve exercer seu impacto no nível corrente de demanda agregada através de sua influência na taxa de juros de longo prazo. De acordo com a teoria da expectativa da estrutura a termo da taxa de juros, a taxa de juros de longo prazo se modifica de acordo com uma média das taxas de juros de curto prazo esperadas. Assim, para ser acurada a previsão do efeito da ação da política da taxa de juros de curto sobre a taxa de longo prazo e sobre a demanda agregada, o banco central deve agir de forma transparente e ter boa comunicação com o mercado, de forma que este possa, de fato, compreender o efeito da mudança de taxa de juros na estrutura a termo. Assim, a boa comunicação é um papel central na efetividade da política de taxa de juros. Conforme destacado por Goodfriend (2007, p. 30):

Rational expectations reasoning teaches that ad hoc announcements can reinforce but not substitute for a genuine mutual understanding between markets and the central bank created on the basis of an explicit, credible low-inflation objective supported by a policy rule—a systematic articulation of how a central bank intends to move its short-term interest rate instrument in response to macroeconomic news to achieve that objective. Hence, the consensus model of monetary policy supports the worldwide drive to improve transparency in monetary policy practice.

O novo consenso ainda deixa em aberto muitas questões que suscitam debates e controvérsias. Uma série de tópicos como a maneira pela qual a política monetária, através da taxa de juros interbancária de curto prazo, afeta, via setor bancário, as outras taxas de juros da economia, bem como os canais de transmissão de seu efeito sobre o nível de emprego e produto, ainda permanecem sem explicações conclusivas. O papel da política monetária em lidar com as flutuações e com as bolhas nos preços dos ativos também permanece em debate. Por outro lado, os progressos na política monetária obtidos desde o último quarto de século são inegáveis e constituem um marco bem sucedido em termos da história da disciplina da

macroeconomia. Seguindo a linha de Goodfriend (2007), o novo consenso fornece importantes fundamentos para trabalhos futuros dos macroeconomistas, principalmente porque grande parte desses fundamentos foi obtida pela árdua experiência prática e, portanto,. Goodfriend (2007, p.) destaca que: *“it provides common ground upon which academics and central bankers can work to improve monetary policy in the future”*.

1.3 Algumas críticas às formulações do Novo Consenso

Seguindo a linha de crítica apresentada por Arestis e Sawyer (2008), a taxa natural de juros desempenha um papel central no arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico. Através da análise do modelo das 3 equações representativas de um modelo padrão do novo consenso mostradas acima, conclui-se que uma taxa real de juros igual à taxa de juros de equilíbrio, isto é, a taxa natural de juros, resulta num hiato do produto igual a zero e inflação constante. Ou seja, quando a taxa de juros está no seu nível natural, não há excesso nem insuficiência de demanda agregada.

A taxa de juros, da maneira como ela é encarada no modelo, apresenta implicações importantes para a política macroeconômica. Primeiro, assume-se que as taxas de juros (as de empréstimos, por exemplo), que são relevantes para os agentes tomadores de decisões (poupar ou investir) se comportam de acordo com a taxa de juros de política, que é controlada exogenamente pelo banco central, que a maneja conforme a inflação se desvia de sua meta e o produto de seu nível potencial (segundo a regra de política). Também é assumido que as decisões de investimento (e consumo) se dão em resposta ao custo de financiamento (isto é, a taxa de juros), sem espaço para a questão do racionamento de crédito. Segundo, a política de taxa de juros é a ferramenta de ajuste através da qual a economia é guiada para seu equilíbrio (isto é, hiato do produto nulo e inflação constante). O ajuste depende da autoridade monetária, e esta o faz seguindo uma regra, dada pela equação (iii) mostrada acima, mesmo que tal regra se baseie numa variável não observável tal qual a taxa natural de juros.

Há, porém, alguns fatores levantados por Arestis e Sawyer (2008) que podem impedir que somente o manejo da taxa de juros possa levar a economia a tal equilíbrio macroeconômico. O primeiro fator diz respeito à possibilidade de a taxa de juros de equilíbrio ser negativa ou tão pequena a ponto de ser inalcançável. É comumente aceito que a taxa de juros praticada pelos bancos comerciais é maior do que a determinada pelo banco central, uma vez que os bancos comerciais incorrem em riscos. Ou seja, há um limite mínimo além do qual

os bancos comerciais não realizam empréstimos, pois não “cobrirá” seus riscos. Como as taxas cobradas pelos bancos comerciais são as que, de fato, impactam nas decisões dos agentes, se a taxa obtida pela regra do banco central for menor que a do limite mínimo estipulado pelos bancos comerciais, haverá um problema prático no modelo. Segundo, a conexão entre a taxa de juros controlada pelo banco central e as taxas de juros do mercado, que influenciam as tomadas de decisões por parte dos agentes, pode ser frouxa ou cercada de incertezas. Os bancos poderiam responder a tal mudança na taxa controlada pelo banco central com uma combinação de mudança na taxa cobrada nos empréstimos, bem como mudança no padrão da oferta de crédito feita por tais bancos. Arestis e Sawyer (2008, p. 285) *“Hence, the impact of a change in the discount rate on interest-sensitive spending decisions depends on the decisions of banks and other financial institutions”*. Terceiro, a taxa de juros de equilíbrio (i.e, a taxa natural de juros) tem sido determinada considerando-se somente fatores domésticos, e pode não ser compatível com as taxas de juros internacionais ou ter implicações severas para a conta de capital do balanço de pagamentos. Por último, o banco central pode não ser capaz de calcular a taxa de equilíbrio corretamente devido à falta de informação, sendo esta um “alvo móvel”. Assumindo que de fato exista uma taxa de juros natural, o banco central pode não conseguir estimá-la corretamente devido às informações imperfeitas. Conforme destacam Arestis e Sawyer (2008, p. 286):

Information on the equilibrium rate is not exactly readily available, and indeed at best can only be estimated with some lag and over a period when it can be reasonably assumed the underlying parameters are stable. A significant issue arises here, namely whether the Central Bank can make systematic mistakes on its estimates of the natural rate, and in particular does the Central Bank tend to overestimate the natural rate.

Uma outra abordagem crítica se concentra no papel dos bancos e da moeda na economia. Em tal abordagem, baseada na teoria keynesiana da escolha de portfólio, o ponto principal é de que a moeda, ou melhor, as variações no estoque de moeda, afeta o estoque de capital de longo prazo da economia. A razão para isto reside no fato de que, sob um ambiente cercado de incertezas, a moeda passa a ser demandada como qualquer outro ativo, entre eles, o capital. Isto porque os agentes passam a valorizar a posse de ativos líquidos quando sob incerteza, de forma que atribuem um “prêmio de liquidez” à moeda que, portanto, passa a apresentar um retorno “implícito” que concorre com o retorno explícito proporcionados por

ativos de capital, por exemplo. Com efeito, um aumento da oferta de moeda na economia faz com que os agentes valorizem menos a posse de ativos líquidos, o que os faz optar por outros ativos, dentre eles os ativos de capital. Ou seja, segue da preferência pela liquidez que a moeda não é neutra, o que vai de encontro ao pressuposto do novo consenso de que há neutralidade da moeda.

Por outro lado, um ramo das críticas se concentra no papel do sistema financeiro na economia, principalmente os bancos comerciais. Tais análises se baseiam no conceito de preferência pela liquidez no setor bancário, desenvolvido por Keynes e ampliado e formalizado pelos pós-keynesianos. Seguindo Paula (1999), os bancos são vistos como entidades capazes de criar crédito independentemente da existência de depósitos prévios pela criação ativa da moeda bancária. Assim sendo, o comportamento dos bancos desempenha um papel central na determinação das condições de financiamento, pois do crédito criado pela instituição depende o poder aquisitivo necessário às firmas para que ampliem seus ativos de capital. Na mesma linha, o crédito bancário proporcionaria a independência da acumulação de capital em relação à poupança prévia. Portanto, assim como qualquer outro agente econômico, a os bancos possuem expectativas, motivações e incertezas, de forma que seu comportamento tem um impacto essencial sobre as condições de financiamento na economia, e, conseqüentemente, sobre o nível de gastos dos agentes. Este, por sua vez, afeta variáveis reais da economia como o produto e o nível de emprego.

Por fim, julga-se que o novo consenso macroeconômico, resultado da “síntese” dos debates que marcaram a evolução da disciplina da macroeconomia, é um consenso *mainstream*, que ignora os desenvolvimentos da teoria heterodoxa, sendo, portanto, um consenso restrito ao seu ambiente de desenvolvimento e não um consenso em termos de teoria econômica. Por outro lado, alega-se diversas deficiências de conceitos, como o da taxa natural de juros. Pela crítica heterodoxa, não há razões para acreditar na existência de uma única, bem-definida e atingível taxa de juros de equilíbrio. Conforme concluem Arestis e Sawyer (2008, p. 294): “*We may, therefore, overall conclude that the New Consensus Macroeconomics is indeed an unreliable guide for policy*”.

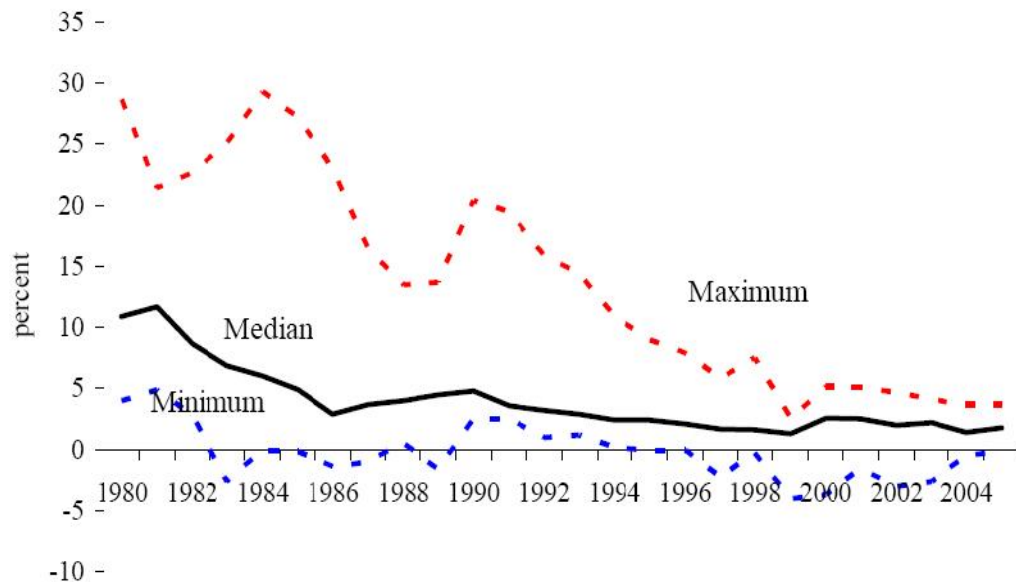
2 O Desvio em Relação ao Novo Consenso e a Prática Não Convencional da Política Monetária

2.1 Conceituando o Uso Alternativo da Política Monetária

Em tempos normais, a política monetária, tal qual preconizada no novo consenso macroeconômico, se baseia na definição da taxa de juros de curto prazo e seu anúncio ao público. Para fazer com que a taxa de juros de curto prazo se comporte tal como a taxa de política estipulada pela autoridade monetária, esta deve realizar operações de manejo de liquidez no mercado interbancário de forma a atingir a taxa de referência. Munido de seu monopólio sobre a emissão de reservas, o banco central compra ou vende quantidade ilimitadas destas ao preço (taxa) que bem desejar. Dessa forma, ele determina o custo de oportunidade das reservas, isto é, a taxa do overnight, que nada mais é que a própria taxa de juros de curto prazo.

Conforme já discutido no primeiro capítulo, o manejo da política monetária após a década de 1980 foi bem sucedido em termos da estabilização do produto e da inflação. Conforme exposto por Bernank et al. (2004), a inflação média entre os 27 países “avançados” (segundo a terminologia empregada na base de dados do *World Economic Outlook*, do Fundo Monetário Internacional) seguiu um ritmo de declínio constante a partir de 1980. A inflação atingiu, conforme visto no gráfico abaixo, níveis tão baixos entre alguns destes países que chegou a ser negativa, isto é, houve deflação. Sob tais circunstâncias, a questão que se coloca é a possibilidade de a taxa nominal de juros se aproximar do seu limite inferior, isto é, se aproximar do nível zero, já que não é teoricamente consistente uma taxa nominal negativa. Este limite inferior é abordado na literatura internacional como *zero lower bound* e representa, a princípio, uma encruzilhada para a política monetária.

Gráfico 1 - Índice de Preços ao Consumidor nas Economias Avançadas (1985-2000)



Fonte: Elaborado por Bernanke et al. (2004); FMI e World Economic Outlook (Abril/2004)

Seguindo o raciocínio de Blinder (2010), pressupõe-se que é a taxa real de juros, e não a nominal, a variável importante em termos de impacto sobre a demanda agregada. Pela equação de Fischer, tem-se que $r = i - \pi$; onde r é a taxa real de juros, i é a taxa nominal e π a taxa de inflação. Se a taxa nominal estiver próxima de seu limite inferior e se, por motivos de uma crise econômica, por exemplo, o banco central precisar estimular a economia por meio de cortes na taxa de política que já está baixa, a taxa nominal cairá, no máximo, para seu limite inferior, ou seja, $i = 0$. Dessa forma, a taxa de juros real, que é a variável que a autoridade monetária deseja de fato afetar, ficará “presa” à $r = -\pi$. Quando isso ocorre, não há mais espaço para estímulo à economia via política de taxa de juros, ou seja, o esquema convencional de política monetária do novo consenso perde capacidade de atuação. Citando Blinder (2010, p. 2): “*In any case, once $i=0$, conventional monetary policy is ‘out of bullets’*”.

Dada a inviabilidade da ação da política monetária via taxa de juros quando esta se encontra em seu *zero lower bound*, como então a autoridade monetária pode agir num contexto de recessão?

*“In these situations central banks may need to resort to **unconventional measures** to regain control on the economy”* (Cecioni et al., 2011, pag. 5)

*“When that happens, a central bank can no longer stimulate aggregate demand by further interest-rate reductions and must rely instead on **“non-standard” policy alternatives**”* (Bernanke et al., 2004, p. 1)

A eficácia da política monetária se dá em grande parte pelos seus efeitos sobre os preços e retornos (*yields*) dos ativos financeiros, que, por sua vez, afetam o comportamento dos agentes econômicos e então do andamento da economia como um todo. Na linha de Borio and Disyatat (2010), sob uma política de taxa de juros, uma dada taxa de política pode estar associada a uma ampla configuração de preços e *yields* de ativos financeiros, ou seja, associada a uma variedade de condições monetárias. Por exemplo, enquanto *yields* de longo prazo têm um importante efeito sobre as atividades do setor privado, uma dada taxa de curto prazo pode estar associada a condições financeiras favoráveis – se a estrutura a termo da taxa de juros estiver aplainada – ou restritas – se a estrutura a termo estiver inclinada positivamente. Uma maneira principal do banco central, ao decidir por sua taxa de política, influenciar tais condições financeiras, é através do anúncio ao público de suas futuras intenções, isto é, do anúncio de suas intenções em relação às próprias taxas futuras.

De outra maneira, a autoridade monetária pode querer afetar tais condições financeiras de outro modo que não somente pela sua comunicação junto aos agentes. Para tanto, o banco central se utiliza de operações envolvendo seu balancete. Estas, por sua própria natureza, afetam a composição, o tamanho e o perfil de risco deste último. Borio and Disyatat (2010) se referem a tais práticas como *“balance sheet policy”*, em contraste com a tradicional *“interest rate policy”*.

Borio and Disyatat (2010) destacam, ainda, que a *“balance sheet policy”* não é tão não convencional como parece. Uma forma familiar de tal prática é a própria intervenção no mercado de câmbio. Neste, a moeda estrangeira (o dólar, majoritariamente) é comprada ou

vendida no intuito de se alcançar uma taxa alvo, tudo feito de forma independente da política de taxa de juros. Porém, desde a crise do *sub-prime*, o banco central tem se utilizado da “*balance sheet policy*” para afetar, por exemplo, as *yields* de títulos de longo prazo do governo, bem como prêmios de risco de variados ativos. É o mercado alvo no qual os bancos centrais têm operado e não o meio de atuação em si que define tais práticas como não convencionais. “*It is this choice that makes the policies unconventional, not the overall approach of seeking to influence specific elements of the transmission mechanism other than the policy rate*”, Borio and Disyatat (2010, p. 5).

Os efeitos da política de balanço operacionalizada pelo banco central são transmitidos via dois principais canais, ainda de acordo com Borio e Disyatat (2010). O primeiro desses canais é o que os autores chamam de *signalling channel*, ou canal da sinalização. A boa comunicação com o mercado é uma parte essencial para o mecanismo de transmissão das políticas de balanço, uma vez que afeta a expectativa do público em relação a fatores-chaves na precificação de ativos. Tais fatores incluem o curso futuro da política, a escassez relativa dos diferentes ativos, dos perfis de risco e de liquidez. Um anúncio do banco central, por exemplo, de que este negociará ativos ilíquidos nos mercados, traz confiança aos investidores em tais ativos, reduzindo seu prêmio de liquidez e estimulando o *trading* do papel. Nem todas as formas de comunicação, porém, devem ser encaradas como prática não convencional. Conforme discutido no primeiro capítulo, a boa interlocução com o público, já apregoada pelo novo consenso nos anos 1990, era tida como uma ferramenta padrão da política monetária. Cecioni et al. (2011, p. 16) afirma que: “*Thus, communication should be considered an unconventional tool of monetary policy only when it is used by a central bank to convey information or pursue objectives that go beyond its standard practice*”. O segundo canal de transmissão, tratado na literatura como *portfolio-balance channel*, se dá pelo impacto das operações do banco central na composição do portfólio do setor privado. Sob a importante assunção de que há substituíbilidade imperfeita dos ativos, a alteração na oferta relativa de ativos financeiros ocasionada pelas ações do banco central no mercado afeta a composição dos portfólios e, conseqüentemente, o comportamento dos agentes econômicos. Tais ações - que somente podem ser realizadas em larga escala pelo banco central, vide que este é o único player econômico capaz de expandir seu balanço “indefinidamente”, uma vez que possui o monopólio da emissão de reservas - se baseiam em compra de ativos financeiros em posse do setor privado, troca de ativos ou injeções de liquidez

2.2 Teor e Características das Medidas Não Convencionais

Seria um erro, porém, considerar a política monetária impotente diante do *zero lower bound* da taxa de juros nominal. Bernanke e Reinhart (2004) discutem três estratégias de estímulo à economia sob uma taxa de juros de política inalterada. Estas estratégias envolvem: i) uma boa sinalização, isto é, uma boa comunicação com o mercado sobre a trajetória futura da taxa de juros. Neste caso, o banco central deve reforçar ao público que a taxa de juros irá permanecer num baixo patamar; ii) alterar a oferta relativa de ativos financeiros no mercado através da alteração da composição do balancete do banco central; e iii) expandir o tamanho do balanço do banco central além do necessário para manter a taxa de juros igual a zero (tática mais conhecida como “*quantitative easing*”).

A primeira estratégia se aproveita do mecanismo de transmissão do *signalling channel* e diz respeito à capacidade do banco central em afetar a expectativa da taxa de juros através do *forward guidance*, que, nas palavras de Woodford (2012, p. 2), trata-se de “*explicit statements by a central bank about the outlook for future policy, in addition to its announcements about the immediate policy actions that it is undertaking*”. A precificação de ativos financeiros de maturidade longa depende, em grande parte, do comportamento futuro esperado da taxa de juros de curto prazo. Dessa forma, o banco central, através de sua capacidade de influenciar a expectativa do mercado em relação a esta taxa, pode afetar os preços dos ativos e do próprio nível da atividade econômica. Bernanke e Reinhart (2004) destacam que, mesmo que a taxa do overnight esteja próxima de ou exatamente igual a zero, uma forma adicional de estímulo pode ser gerada mediante o compromisso do banco central junto ao público de que manterá a taxa de curto prazo em níveis baixos por um tempo maior do que o previsto pelo mercado. Tal compromisso, se considerado crível pelo mercado, reduzirá, conforme o desejado, os *yields* ao longo de toda estrutura a termo.

A segunda estratégia concerne à capacidade do banco central em se utilizar da heterogênea composição de ativos no seu balanço como um instrumento extra de política monetária, se valendo do *portfolio-balance channel*. É comum que a autoridade monetária possua um bom montante de títulos do governo, de diferentes maturidades, em seu ativo, o que a habilita a participar do mercado secundário de dívida pública ativamente se assim o quiser. Através dessa participação, o banco central pode afetar os prêmios e as *yields* dos

títulos negociados, bastando para isso alterar a composição dos títulos sob seu poder – de títulos de curto prazo para os de longo prazo, por exemplo. Se os títulos diferem quanto ao risco e liquidez, o que é o mesmo que dizer que não são substitutos perfeitos, mudanças na demanda relativa pelos títulos, geradas por um grande comprador como o banco central, alteram os preços relativos dos títulos em mercado. Esta lógica leva o banco central a considerar a compra de papéis privados além dos títulos públicos, como debêntures (*corporate bonds*) ou ações (*stocks*). Um exemplo extremo de política voltada para a composição do balanço do banco central é quando esse decide anunciar um teto para a taxa de longo prazo de algum título específico, teto este abaixo do nível da taxa prevalecente no mercado. Esse tipo de política implica que a autoridade monetária realizará compras ilimitadas de tal ativo ao preço e taxas anunciados, a fim de tornar efetiva sua intenção. É claro que o banco central deverá vender ativos no mesmo montante de suas compras caso queira manter o tamanho de seu balanço inalterado.

Por último, o banco central, além de alterar a composição de seu balanço, pode atuar via mudança de tamanho de seu balancete, isto é, comprando ou vendendo títulos de forma a afetar o montante das reservas bancárias e a base monetária da economia. De acordo com Bernanke e Reinhart (2004), tal medida não apresenta nada de não convencional, uma vez que os próprios livros-texto retratam a política monetária desta mesma maneira. Conforme já visto, o esquema de política monetária estabelecido no novo consenso toma como variável chave o preço das reservas, isto é, a taxa de juros a que elas são remuneradas e/ou emprestadas – a taxa do *overnight*. Esta taxa definiria por si só a política monetária como acomodatória/expansionista ou restritiva. Entretanto, o banco central pode querer mudar seu foco do preço das reservas para a taxa de crescimento das mesmas, especialmente quando a taxa do *overnight* se encontra próxima de zero. A política de expansão das reservas para um nível além daquele necessário para assegurar a taxa do *overnight* no seu nível zero ou próximo deste tem sido chamada de *quantitative easing* (QE). Bernanke e Reinhart (2004) argumentam que o *quantitative easing* pode afetar a economia através de alguns possíveis canais. Se a moeda for substituto imperfeito em relação aos outros ativos financeiros, sua injeção em massa no mercado via operações de open-market do banco central irá induzir os investidores a uma recomposição de portfólio, buscando retorno em outros ativos financeiros que pagam juros, o que gera aumento de preço destes e subsequente queda em seu *yield*. A redução dos *yields* em ativos de longo prazo, por sua vez, geraria (pelo menos em teoria) um estímulo econômico. Além desse efeito substituição sobre o portfólio (*portfolio-balance*

channel), o QE também atua pelo canal expectacional, influenciando as expectativas sobre o comportamento da taxa de juros de curto prazo. Isto se dá quando o banco central se compromete a manter alto o nível de reservas no mercado, bem acima daquele necessário para manter a taxa de juros igual a zero. Tal prática, em contraste com a promessa apenas verbal, reforça o comprometimento da autoridade monetária em manter a taxa de juros em seu limite inferior, tornando-o mais crível e visível aos olhos do mercado – ou seja, oferece um maior respaldo ao *signalling channel*.

O QE, seguindo Blinder (2010), representa uma abordagem alternativa para o banco central no que tange à sua capacidade em afetar a estrutura a termo da taxa de juros. Conforme já discutido, a autoridade monetária pode se valer de seu discurso (e sua credibilidade) para afetar as expectativas de taxa de juros ao longo de toda a estrutura a termo. Por exemplo, um discurso crível ao mercado no qual ela se comprometa a manter a taxa de juros próxima de zero por um período longo ou até que seja observada alguma melhora nos indicadores econômicos desempenha tal papel. O QE, por outro lado, se utiliza de operações de mercado aberto convencionais nas quais o banco central atua como comprador na ponta longa (adquire títulos soberanos de longo prazo) e vendedor na ponta curta (vende títulos soberanos de curto prazo). O resultado esperado é que a estrutura a termo fique mais plana do que antes, resultado da queda dos prêmios de risco embutidos nas taxas longas. Um segundo alvo do QE são os prêmios de risco e liquidez dos papéis privados. Qualquer instrumento de dívida privado, mesmo um título de elevado rating (AAA), possui em sua taxa um *spread*¹ sobre a taxa dos títulos públicos de prazo semelhante. Esse *spread*, teoricamente, contempla os riscos a que um papel privado está sujeito, como o de crédito e de liquidez. As decisões de endividamento e gasto privado dependem, como esperado, das taxas de captação privada (“*risky non-Treasury rates*”), logo, reduzir seu *spread* em relação aos títulos públicos ocasionará na redução da taxa de juros determinante das decisões de gasto/endividamento, ainda que a taxa sem risco dos títulos soberanos permaneça intacta. O banco central pode realizar esta tarefa de duas maneiras. A primeira delas é atuar como comprador de uma ampla variedade de papéis privados de risco e liquidez variados, pagando com dinheiro proveniente da venda de títulos públicos em sua posse, o que claramente alteraria a composição de seu balanço. A segunda opção é realizar tais compras com moeda criada pelo próprio banco central, o que significa um aumento do tamanho em seu balancete. Ambas as formas constituem o *quantitative easing*, e sua efetividade depende, de acordo com Blinder (2010),

¹ “*Spreads over Treasury*”

do grau de substituíbilidade dos ativos sendo trocados. Comprar X e vender Y em nada resulta de X e Y são substitutos perfeitos. Obviamente, não é este o caso quando o banco central realiza operações envolvendo *Treasuries*² e *mortgage-backed securities (MBS)*³, a exemplo do que realizou o Fed após a falência do Lehman Brothers.

Uma importante distinção a ser feita sobre as políticas não convencionais se refere às suas objetividades. Mais especificamente, é interessante distinguir se as políticas visam substituir a política convencional de taxa de juros, ou se buscam uma complementaridade. Nos casos em que as medidas de política tinham por objetivo corrigir – ou mesmo contribuir com a maior eficácia - o mecanismo de transmissão da política monetária convencional, dado que os mercados interbancários e os *money markets* tiveram seu funcionamento comprometidos pelo caos financeiro da crise, o que se viu foi um papel complementar. O controle dos spreads no mercado monetário – comum na atuação dos bancos centrais, conforme veremos-, por exemplo, garantem que a decisão da política convencional de taxa de juros seja repassada e efetivamente observada no mercado. Por outro lado, um conjunto de medidas que objetivaram afrouxar ainda mais as condições monetárias e financeiras uma vez que as práticas convencionais estavam exauridas se enquadram na categoria de substitutos às políticas convencionais.

2.3 A Necessidade e as Estratégias de Saída

Conforme a recuperação econômica vá ganhando consistência e os mercados financeiros mostrem sinais claros de bom funcionamento, o imperativo da volta à normalidade das condições monetárias vai se fazer cada vez mais forte. Os bancos centrais terão de planejar e executar de forma meticulosa as estratégias de saída, isto é, as maneiras pelas quais pretendem reverter suas ações não convencionais de forma a retomar um *framework* mais normal da política monetária. Na verdade muitos bancos centrais já têm agido nesse sentido: em dezembro de 2009, o Banco Central Europeu interrompeu suas operações de financiamento ilimitado de um ano aos bancos; o Fed, em março de 2010, deu por fim às suas compras de *mortgage-backed securities* (Trichet, 2009; Cecioni et al., 2011). Dada as maciças intervenções e injeções de liquidez por parte das autoridades monetárias, há um temor por

² *Treasuries* são os títulos do governo americano. São de 3 tipos: *bonds*, *bill* e *notes*. Diferem entre si pela maturidade.

³ *MBS* são títulos do mercado norte-americano lastreados em hipotecas.

parte do mercado e dos próprios bancos centrais de que a inflação possa se acelerar num ritmo alto quando a atividade econômica retomar um elevado nível de crescimento. Além do mais, um ambiente de liquidez abundante com condições monetárias acomodatócias pode levar a um excesso de *risk-taking* e má alocação de recursos (Trichet, 2010). Por outro lado, também há um temor de que uma rápida reversão nas condições monetárias da economia possa causar um estaque do processo de recuperação do nível de atividade. Por isso se justificaria a séria necessidade de meticulosidade no processo de *phasing out* das políticas não convencionais. A última coisa que os bancos centrais querem causar, durante o processo de saída, são fricções nos mercados capazes de minguar a retomada da atividade e gerar medo e incerteza nos agentes.

Algumas operações básicas deveriam fazer parte do planejamento dos bancos centrais com o intuito de assegurar a estabilidade de preços e um hiato de produto menor possível, segundo Yamaoka e Syed (2010): a) cessar as intervenções extraordinárias no mercado; b) encolher e normalizar o tamanho do balanço da autoridade monetária; c) venda de ativos, se necessário; d) aumentar a taxa de juros de curto prazo. Ainda que haja enormes incertezas a respeito do comportamento futuro do nível de atividade e da inflação causando, assim, dúvidas a respeito do *timing* e da intensidade da retirada ideal dos estímulos monetários, é necessário de alguma forma retirar o excesso de liquidez nos mercados (excesso de reservas bancárias) para um volta à normalidade monetária. O esquema a ser levado a cabo pela autoridade monetária dependerá das características das medidas não convencionais implantadas. O caso do Banco Central Europeu e da zona do euro, por exemplo, talvez seja de mais fácil resolução. Conforme será visto no terceiro capítulo do presente trabalho, o *core* das medidas implementadas na zona do euro se baseou em operações de refinanciamento, isto é, operações compromissadas (*repo transactions*), com maturidade de até 1 ano. Desta maneira, depois de findada a maturidade das compromissadas, grande parte substancial da liquidez adicional será drenada novamente. Adicionalmente, os programas de compras propriamente ditas de ativos por parte da autoridade europeia foram relativamente modestos. Dado esse esquema adotado pelos europeus, Trichet (2010; pág. 17) assim ressalta que: “*This allows a relatively easy and ‘natural’ phasing-out of a number of measures upon maturity, once the overall situation has normalized, unless there are good reasons to extend them*”. A estratégia americana, por sua vez, atribuiu grande peso aos programas de compra de ativos privados, o que a torna mais complexa quanto ao processo de saída. A venda de grandes montantes dos

ativos privados sob poder do Federal Reserve pode gerar uma volatilidade indesejada nos spreads privados, por exemplo. Portanto, a saída nessas condições se torna mais delicada.

A experiência japonesa da última década certamente oferece uma bagagem de aprendizado da qual os bancos centrais dos países envolvidos em tais políticas podem se aproveitar. Após uma década perdida para a economia do Japão, a autoridade monetária japonesa foi a pioneira em se utilizar de práticas não convencionais na política monetária como meio de estímulo extra. No início dos anos 2000, entretanto, o Banco do Japão deu início ao processo de *phasing out* de seus estímulos que, sempre muito bem acompanhado de uma comunicação cuidadosa e bem pensada com o mercado, foi concluído com sucesso satisfatório em termos de controle da inflação, recuperação de atividade e impacto nos mercados financeiros (Yamaoka e Syed, 2010). Enquanto as operações de liquidez são de “fácil” resolução, reverter as compras de títulos públicos e privados certamente é de uma complexidade maior. A boa comunicação e credibilidade da autoridade monetária, mais uma vez, será peça fundamental para que o processo gradual de saída ocorra sem nenhuma fricção significativa nos mercados.

3 A Utilização das Políticas Não Convencionais em Meio aos Tempos de Crise

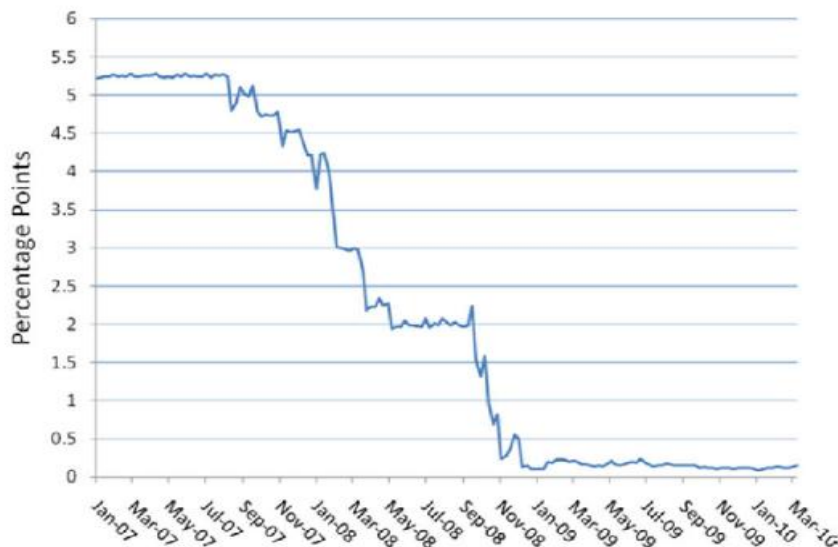
3.1 O Caso Americano e a Atuação do Federal Reserve

A crise financeira americana já era nítida ao longo do ano de 2007, muito embora seu auge fosse ser atingido após o pedido de falência do Lehman Brothers – quarto maior banco de investimento americano até então - em setembro de 2008. Em fevereiro de 2007, por exemplo, o HSBC, então maior banco do mundo, declarou perdas da ordem de 10 bilhões de dólares provenientes de sua atuação no mercado americano de hipotecas⁴. O Northern Rock, banco inglês atuante no mercado de capitais internacional, teve de ser amparado pelo Banco da Inglaterra devido a problemas de liquidez provenientes de operações mal sucedidas de securitização envolvendo hipotecas. Temendo por seus depósitos, os ingleses protagonizaram uma corrida bancária, e, pouco após o episódio, no início de 2008, o banco teve de ser estatizado. A crise já ganhava preocupantes contornos internacionais em 2007.

⁴ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>

A atuação mais incisiva por parte do Fed, entretanto, começou a ser percebida a partir de meados de 2007, quando o Federal Open Market Committee (FOMC) deu início a um ciclo de cortes da taxa básica da economia americana, que se encontrava em 5,25% àquela altura. Porém, segundo Blinder (2010), apesar dos cortes rápidos da *federal funds rate*, dado seu o padrão histórico, o Fed não demonstrou nenhum sinal de grande urgência. Foi somente em abril de 2008 que a taxa básica de juros caiu para 2%, patamar no qual permaneceria até que novos desdobramentos na economia fossem surgindo, segundo o FOMC. O gráfico abaixo sinaliza que a taxa básica só foi reduzida, além do patamar de 2%, após a falência do Lehman Brothers e o estouro da crise. Foi então que o Fed reduziu a taxa para o patamar próximo de zero – “*zero lower bound*”- já em outubro de 2008, no turbilhão da crise nos mercados financeiros.

Gráfico 2 - A Comportamento da Federal Funds Rate

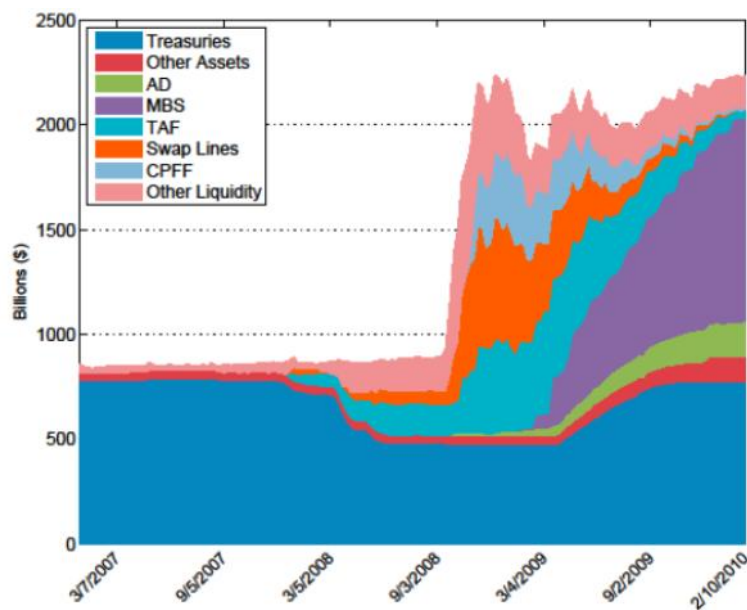


Fonte: Elaborado por Blinder (2010); Federal Reserve

Blinder (2010) argumenta que o Fed demorou a se valer de políticas não convencionais como a expansão de seu balanço e o incremento de reservas bancárias no sistema. Mesmo assim, algumas formas de *quantitative easing* foram postas em prática já no início de 2008. O primeiro tipo de QE utilizado pelo Fed foi a venda de *Treasuries* sob sua posse ao setor privado, acompanhada de compras de ativos ilíquidos e de risco maior em posse do último. Essa mudança de composição em seu balanço, ilustrada no gráfico 3 abaixo, foi claramente em resposta à demanda por liquidez por parte do setor privado, dado o

agravamento da crise e de seu contágio pelo sistema financeiro americano. O segundo tipo de QE realizado envolveu o que Blinder (2010) chama de “operação fiscal”. Tal operação se baseou na colocação de títulos públicos pelo tesouro americano com o intuito de arrecadar mais dinheiro do que o necessário. Esse “excesso” de dinheiro seria depositado junto ao Fed, que, por sua vez, o utilizaria para comprar mais ativos ilíquidos junto ao mercado, bem como para aumentar as operações de redesconto (“*discount window loans*”). O TAF (*Term Auction Facility*), lançado em dezembro de 2007, foi um programa representativo desse tipo de QE. Seu objetivo era prover liquidez de longo prazo, mediante garantias⁵, para as instituições depositárias e auxiliar na melhor distribuição das reservas no mercado interbancário. O TAF tinha uma característica interessante, conforme ressalta Cecioni et al. (2011): “*However, under the TAF the Fed auctioned term funds to banks to minimize the risk that depository institutions could be discouraged from requesting funds because of ‘stigma’ issues*”. Em meio à crise, as instituições financeiras temiam que o público e o mercado as vissem em má situação, sob o risco de ter sua reputação abalada e até sofrer uma corrida bancária. Então, justificando-se os leilões de liquidez emergencial ao invés de um solícito pedido de socorro à autoridade monetária. Cecioni et al. (2011) levanta que os recursos ao TAF somaram um valor aproximado de 500 bilhões de dólares após o colapso do Lehman Brothers.

Gráfico 3 - Composição do Balanço do Federal Reserve: o lado do ativo

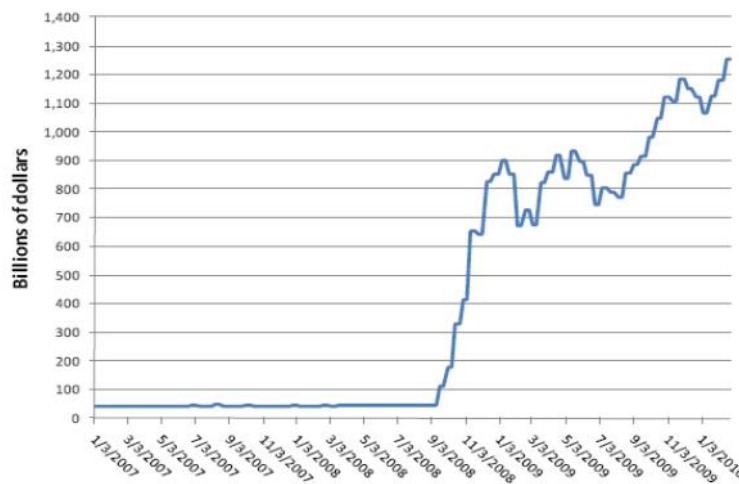


Fonte: Elaborado por Blinder (2010); Federal Reserve Bank of New York

⁵ “*collateralized long-term liquidity*” – os títulos aceitos como colaterais eram, propositalmente, de características (risco e liquidez) distintas.

Em setembro, mês da quebra do Lehman Brothers, a taxa básica da economia americana era de 2%. Após a derrocada do banco no mesmo mês e o estouro *once for all* da crise, o FOMC levou a taxa básica para próxima de zero pouco mais de um mês depois, na reunião de outubro. A partir de então, o Fed passa a se utilizar do QE de forma mais expressiva, incluindo operações de expansão do seu balanço, elevação de empréstimos e das reservas bancárias no sistema (vide o gráfico 4). Ao fim de 2008, ficou mais que clara a intenção do Fed de estimular a demanda agregada de qualquer maneira.

Gráfico 4 – Reservas Bancárias no Sistema Financeiro Americano



Fonte: Elaborado por Blinder (2010); Federal Reserve

De acordo com Blinder (2010), os ativos do Federal Reserve, que somavam 907 bilhões de dólares em setembro de 2008, atingiram a incrível cifra de 2,2 trilhões de dólares em novembro do mesmo ano. Ao mesmo tempo, o Fed flexibilizava suas frentes de atuação. Passou a adquirir uma variedade de ativos privados com os quais não estava acostumado a operar, como os *commercial papers*⁶, além de realizar operações de empréstimos para agentes não-bancárias, algo que a instituição ainda não havia feito. Da mesma maneira, as reservas bancárias no passivo do Fed, que somavam cerca de 11 bilhões de dólares em setembro, atingiram o patamar de 590 bilhões em novembro de 2008, passando para quase 900 bilhões ao final daquele ano. Blinder (2010) enfatiza o ponto de que o capital do Fed, isto é, seu patrimônio líquido, pouquíssimo se alterou ao longo desse período, de forma que seu balanço

⁶ Equiparáveis às notas promissórias no mercado financeiro brasileiro. Geralmente com prazo máximo de 360 dias.

se tornou excessivamente alavancado. O nível de alavancagem (ativos dividido pelo patrimônio líquido) do Fed pré-crise era de 22:1, passando para 53:1 ao final de 2008.

Vale a pena ressaltar o ponto de que a atitude do Federal Reserve nos estágios iniciais da crise (antes do estouro da crise em setembro de 2008) era de natureza reativa, *ad hoc*. “*The Fed was making things up on the fly, often acquiring assets in the context of rescue operations for specific companies on very short notice, e.g., the Maiden Lane facilities for Bear Stearns and AIG*”; Blinder (2010, p. 9). Após setembro daquele ano, a postura do Fed se tornou mais sistemática e “definitiva”, e uma nova safra de programas de socorro ao sistema financeiro foi posta em prática. O *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), lançado em outubro de 2008, tinha por objetivo prover liquidez temporária para os emissores de *commercial papers* e, em particular, reduzir o *roll-over risk*⁷ das empresas emissoras. Ainda em novembro daquele ano, foi anunciado o *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF)⁸, que visava prover empréstimos de longo prazo (de 3 a 5 anos) à investidores para a compra de títulos AAA⁹ recém emitidos e lastreados em empréstimos de consumidores e pequenos negócios. O TALF saiu em resposta ao temor da retração do crédito na economia americana, já que o ambiente de negócios era de alto risco, incerteza e desalavancagem.

Blinder (2010) destaca que a mudança de foco do Federal Reserve foi nítida após o estouro da crise em setembro de 2008, no sentido de deixar um pouco de lado o socorro às instituições em condições precárias – mesmo que ainda necessário – e enfatizar o controle e a diminuição dos prêmios de risco embutidos nos títulos privados do mercado financeiro americano, que haviam atingidos picos altíssimos entre setembro e novembro daquele ano. A argumentação que segue é a de que as taxas de juros com as quais o setor privado se defronta – e que são as taxas que de fato importam no controle da demanda agregada – digamos, R_i , são compostas pela taxa sem risco dos *Treasuries* (*risk-free*), r_i , mais um prêmio de risco ρ_i subjacente ao instrumento financeiro privado, de forma que $R_i = r_i + \rho_i$. Em tempos normais, ρ_i não se altera muito, de forma que o controle de r_i é suficiente para “controlar” as taxas privadas e, logo, a demanda agregada. Porém, numa conjuntura de crise, pânico e incerteza generalizada, ρ_i oscila bastante e tende a subir, de maneira que o simples controle da taxa básica da economia (*risk-free*) não é um instrumento de política suficientemente eficaz. Na

⁷ Risco de rolagem da dívida. Mais especificamente, risco de elevação da taxa de juros a qual o detentor da obrigação irá se refinarciar.

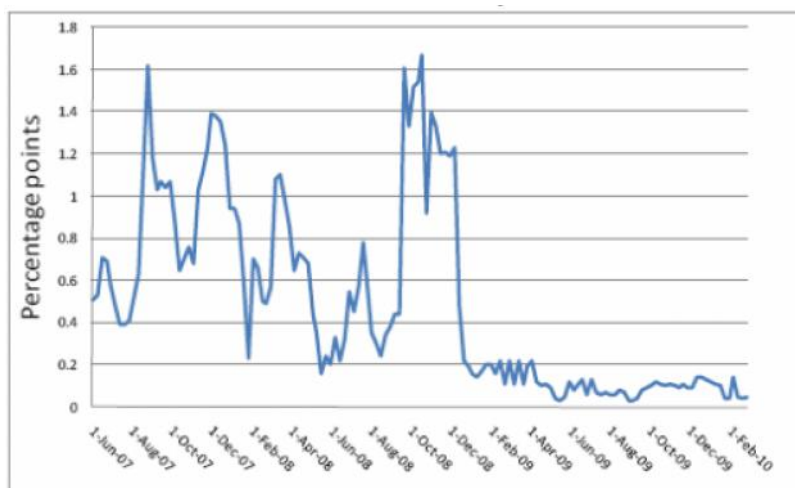
⁸ O programa só entrou em ação em março de 2009.

⁹ Nota referente à qualidade do título em questão, levando em conta os riscos associados ao papel.

verdade, durante os períodos de pânico no mercado, a maioria das R_i tende a se elevar, mesmo que r_i seja constante ou mesmo esteja em declínio.

Justamente essa orientação do Fed tornou o QE americano diferente daquele praticado pelo Banco do Japão quando do agravamento da recessão econômica japonesa, datada da década de 90. O QE japonês havia se concentrado na compra de títulos do governo de longo prazo¹⁰, tendo como alvo o prêmio de tempo (*term premium*), enquanto a estratégia americana focava nos prêmios de risco (*risk premium*), que dependia, portanto, de ações direcionadas a diferentes segmentos de mercado, o que a tornava mais complicada de se implementar. Aparentemente, a estratégia de combate aos spreads nas taxas privadas parece ter sido realizada com sucesso pelo Fed. Os gráficos 5 e 6 abaixo mostram o comportamento do spread em duas taxas privadas, uma de curto e outra de longo prazo. O gráfico 5 ilustra o spread de um *commercial paper* de três meses em relação aos *Treasury Bills* de também 3 meses. Enquanto o gráfico 6¹¹ dá conta do spread de *corporate bonds*¹² em relação às *Treasury notes* de 10 anos. O ponto a ser observado aqui é que, uma vez que o Fed aderiu ao QE de maneira explícita, os spreads diminuíram vertiginosamente. Ainda que outros fatores estivessem ocorrendo no mercado ao mesmo tempo, e que o comportamento observado não seguisse a lógica de um experimento controlado, “the “coincidence” in timing is quite suggestive”, Blinder (2010; pag 11).

Gráfico 5 – Spread de Risco: Commercial Paper vs. T-Bill



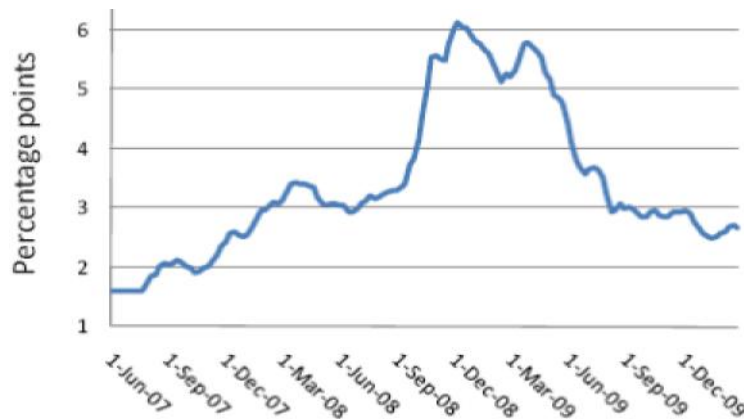
Fonte: Elaborado por Blinder (2010); Federal Reserve

¹⁰ *Japanese Government Bonds* - JBGs

¹¹ *Corporate bonds* de classificação Baa pela Moody's.

¹² São o equivalente às debêntures no mercado brasileiro.

Gráfico 6 – Spread de Risco: Corporate Bond vs. T-note



Fonte: Elaborado por Blinder (2010); Federal Reserve

A orientação do Fed, porém, tomou nova direção a partir de março de 2009, quando do anúncio de um programa de compras de *treasuries* de longo prazo. Sob o pretexto de propiciar uma melhora nas condições do mercado de crédito privado, a autoridade americana se propôs a realizar compras no valor de até 300 bilhões de dólares em *treasuries* de maturidade longa no decorrer dos 6 meses seguintes. A meta era alcançar uma estrutura a termo mais plana, com taxas de longo prazo menores, com um menor *term premium* embutido. Tal ação ficou conhecida como o QE1. Em novembro de 2010, com o desapontamento generalizado em relação à velocidade de recuperação da economia americana, o Fed anunciou uma expansão ainda maior de seu balanço com a compra de 600 bilhões de *treasuries* de longo prazo, movimento que ficou conhecido como QE2.

Dado o caráter quase que experimental de tais medidas, o Fed acabou por seguir um processo de *learning by doing*. O uso de seu novo conjunto de ferramentas, baseado nas então novas medidas não convencionais aplicadas, resultou, afinal, na duplicação de seu balanço num período de 3 meses. As reservas bancárias passaram de 10 para 800 bilhões de dólares dentro do mesmo período. A magnitude dos dados é certamente inédita e chamativa.

3.2 A Experiência Européia e a ação do BCE

O Banco Central Europeu, em sua tarefa de manejo da política monetária durante o conturbado período iniciado em 2007 e pelo qual vem passando a economia mundial, teve

uma postura diferente daquela observada em grande parte dos bancos centrais: suas políticas não convencionais têm sido dirigidas não ao estímulo monetário direto à economia, mas ao suporte dos mecanismos efetivos de transmissão da política monetária convencional, tal qual elaborada pelo novo consenso macroeconômico (Cour-Thimann e Winkler, 2013). Dessa forma, o Banco Central Europeu (doravante, BCE) tem se utilizado de medidas complementares, e não substitutivas à política convencional de taxa de juros. Ao focar sua intervenção no amparo à eficácia dos efeitos da política de taxa de juros, a atuação do BCE se deu no intuito de melhorar as condições de financiamento e liquidez na economia europeia num contexto de incerteza e disfuncionalidades nos mercados financeiros.

A estrutura do sistema financeiro europeu é diferente da encontrada nos Estados Unidos. Na Europa, o sistema financeiro é majoritariamente *bank-based*, isto é, os bancos são responsáveis pela maior parte (70%, mais especificamente) do financiamento ao setor não-bancário da economia, restando 30% ao financiamento via mercado de capitais. O sistema financeiro americano, por sua vez, é do tipo *market-based*, onde 70% do financiamento ao setor não-bancário é proveniente do mercado de capitais, ficando os restantes 30% para os bancos comerciais (gráfico 7). Dada tal idiosincrasia, o setor bancário desempenha um papel fundamental na transmissão dos efeitos da política de juros para a zona do euro. Como tal, ele é o grande alvo das políticas monetárias não convencionais postas em prática pelo BCE durante as crises que se seguiram pós-2008, cujos objetivos são aprimorar as condições de *funding* e liquidez, além de evitar um processo de desalavancagem desordenada.

Pode-se dizer que o dia 9 de agosto de 2007 precipitou uma nova postura por parte do Banco Central Europeu. Foi esse o dia em que o europeu BNP Paribas, um dos maiores bancos do mundo, decidiu paralisar a atividade de três hedges funds especializados em dívidas hipotecárias americanas, devido a problemas no *valuation* de complexos ativos em sua carteira (CDOs) envolvendo hipotecas *sub-prime*¹³. A partir deste episódio, os bancos europeus passaram a se preocupar com a saúde financeira de suas contrapartes no mercado interbancário, gerando desconfiança e ampliando a aversão ao risco nos mercados. Como consequência, as taxas no *money market*, tal qual a EONIA (*euro overnight index average*)¹⁴, e os spreads se elevaram rapidamente. De acordo com Trichet (2010), caso o BCE não tivesse tomado alguma atitude àquela altura, haveria um potencial risco sistêmico de liquidez por

¹³ “Global financial crisis: five key stages 2007-2011: <http://www.theguardian.com/business/2011/aug/07/global-financial-crisis-key-stages>”.

¹⁴ Equivalente ao DI brasileiro, é a taxa de overnight no mercado interbancário europeu.

todo sistema financeiro. O BCE, respondendo à tensão do episódio, agiu acomodando a demanda por liquidez dos bancos, que buscavam atingir seus “*liquidity buffers*” diários e reduzir a incerteza quanto à suas posições de liquidez. Já no dia 10 de agosto, o BCE alocou 95 bilhões de euros em operações de crédito contra colaterais e à taxa principal de refinanciamento (*main refinancing rate*)¹⁵, assegurando que proveria liquidez ilimitada no overnight. Esta seria uma dentre 4 grandes operações de ajuste de liquidez de curto prazo a serem realizadas, e foram conduzidas de modo a acomodar completamente a demanda por fundos e à uma taxa fixa. Como consequência, as tensões no *money market* cederam bastante após tal evasiva. Foram lançadas também operações suplementares de refinanciamento com prazos alongados de até 6 meses, enquanto em tempos normais tais operações tinha maturidade máxima de 3 meses.

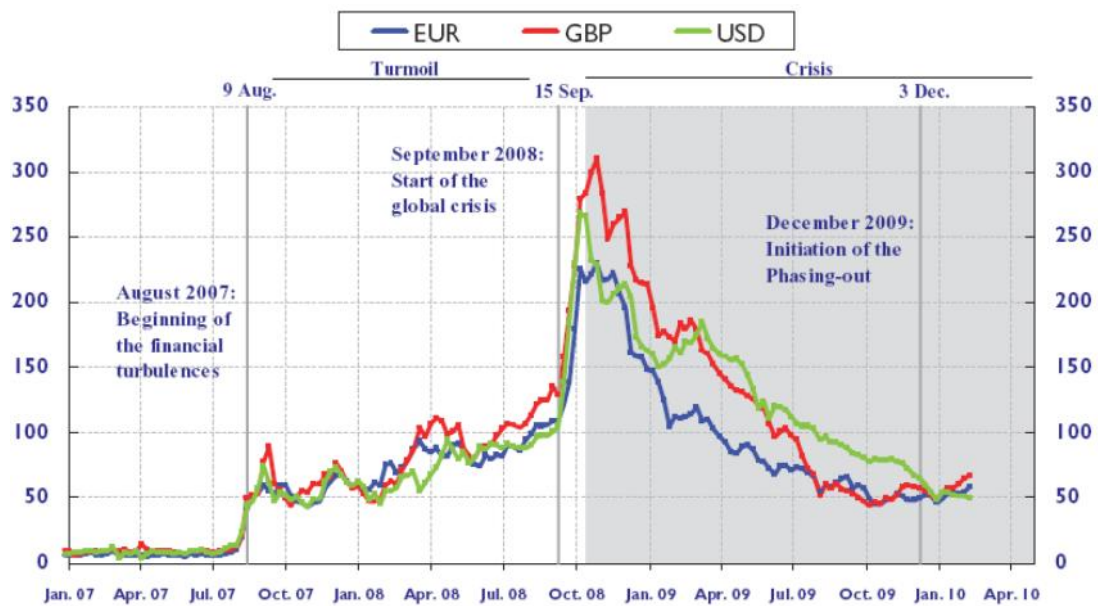
Trichet (2010) destaca um ponto em relação à resposta do BCE ao início do agravamento da crise financeira global, isto é, nos meses que antecederam setembro de 2008. Tal ponto se refere ao fato de que todas as medidas anticíclicas adotadas pela autoridade europeia se deram dentro do *operational framework* existente no Eurosistema. Esse arcabouço se mostrou flexível e robusto no enquadramento da taxa de curto prazo do *money market* em relação à taxa principal de refinanciamento do BCE. Isto quer dizer que as operações de política monetária foram bem-sucedidas em alinhar a taxa de mercado em relação à taxa de política. Ainda que sua volatilidade estivesse em níveis bem mais elevados do que o observado antes de agosto de 2007, a EONIA permaneceu bem próxima à taxa principal de refinanciamento.

O colapso do Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008 em meio à grande crise de confiança já instalada no sistema financeiro internacional deu início a uma crise econômica e financeira generalizada, a maior vista desde a Grande Depressão. O *money market* foi impactado de imediato, com os spreads – que funcionam como um “índice” de percepção de risco e desconfiança no mercado financeiro – subindo a níveis altíssimos (gráfico 8). Segundo Cour-Thimann e Winkler (2013), as instituições financeiras reagiram de maneira defensiva, expandindo seu colchão de liquidez (*liquidity buffer*), limpando riscos de suas carteiras e tornando mais rigorosas as condições de crédito. Dado que os bancos, conforme visto,

¹⁵ O esquema de política monetária realizado pelo BCE possui três taxas de juros chaves: a taxa nas operações principais de refinanciamento, a *marginal lending rate* e a *deposit rate*. Estas duas últimas taxas definem uma espécie de piso e teto para a taxa de juros de curto prazo, o que mantém sob certo controle a volatilidade das taxas de curto prazo no *money market*.

desempenham um papel crucial no financiamento das economias europeias (*bank-based financial system*) e na transmissão da política monetária do BCE, tal situação representava uma ameaça de racionamento de crédito na zona do euro (gráfico 9), bem como um risco de inabilidade na implementação da política monetária.

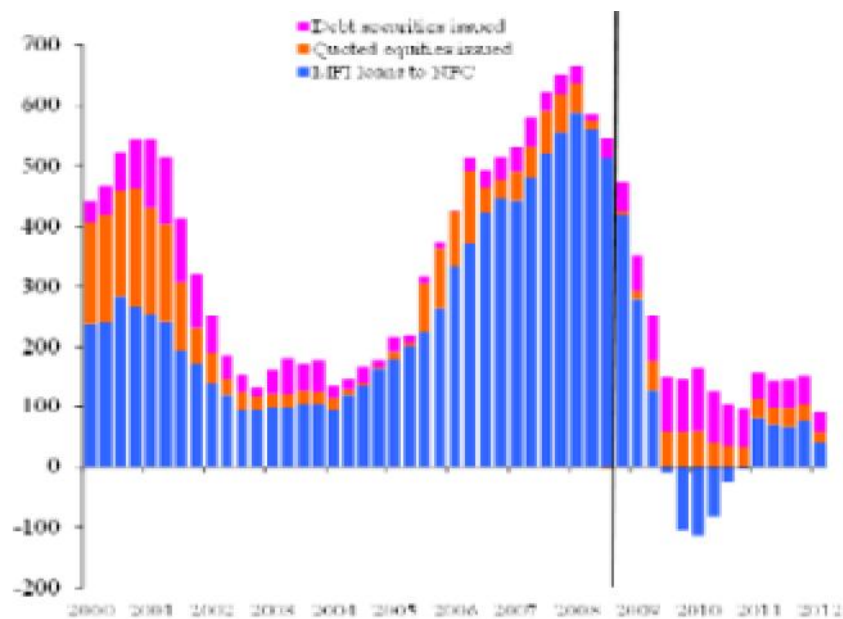
Gráfico 7 – Spreads¹⁶ no Money Market na Zona do Euro, nos EUA e no Reino Unido



Fonte: Elaborado por Trichet (2010); Bloomberg e BCE

¹⁶ “Spreads are the difference between the 12-month unsecured Euribor/Libor and secured Overnight Index Swap rates (...)” (Cour-Thimann e Winkler, 2013, nota de gráfico na pág. 9)

Gráfico 8¹⁷ – Financiamento Bancário e Emissão de Títulos de Dívida na Zona do Euro



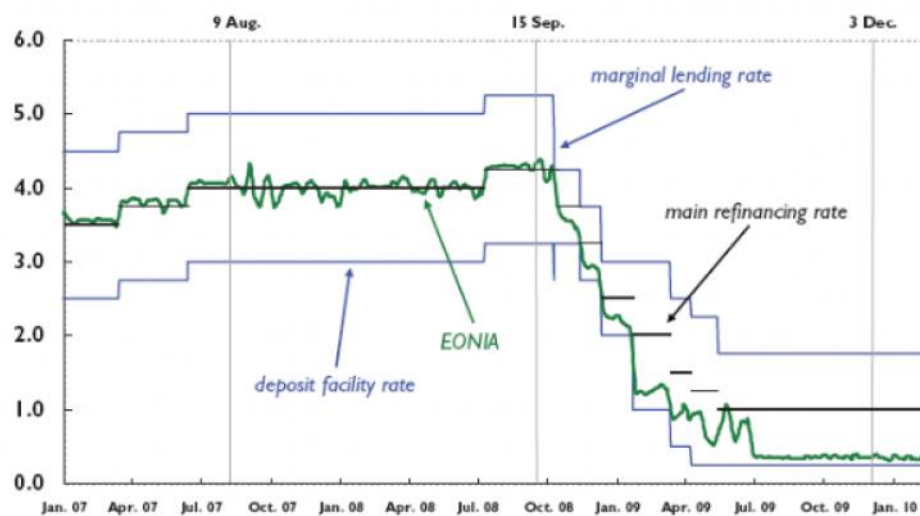
Fonte: Elaborado por Cour-Thimann e Winkler (2013); Eurostat e BCE

À medida que as tensões nos mercados financeiros foram se intensificando, o comércio e as condições econômicas iam se deteriorando paralelamente ao redor do mundo. Como resposta, no dia 8 de outubro de 2008, o Federal Reserve, o Banco da Inglaterra, o Banco do Canadá, o Banco Nacional da Suíça e o Banco Central Europeu decidiram, em conjunto, por cortes em suas taxas de juros¹⁸. O BCE decidiu por reduzir sua taxa de juros em 50 pontos base (0,5%), diminuindo adicionalmente a taxa de juros de depósito (*deposit facility rate*) e de empréstimo (*marginal lending rate*), resultando num estreitamente de 100 pontos bases do corredor (intervalo) dentro do qual a taxa de mercado oscila (gráfico 10). A taxa de juros continuou sendo cortada nos meses seguintes. No final das contas, entre outubro de 2008 e maio do ano seguinte, isto é, um período de 7 meses, a taxa de juros na zona do euro (*main refinancing rate*) retrocedeu 325 pontos base (3,25%) e atingiu o patamar de 1%, algo até então nunca visto na história recente dos países da União Européia (Trichet, 2010).

¹⁷ MFI e NFC significam *monetary financial institution* e *non-financial corporations*, respectivamente.

¹⁸ Foram poucas as vezes, na história, em que os bancos centrais tomaram ações conjuntas dessa natureza.

Gráfico 9 – A Taxa de Juros de Política do BCE e a Taxa de Mercado (EONIA)



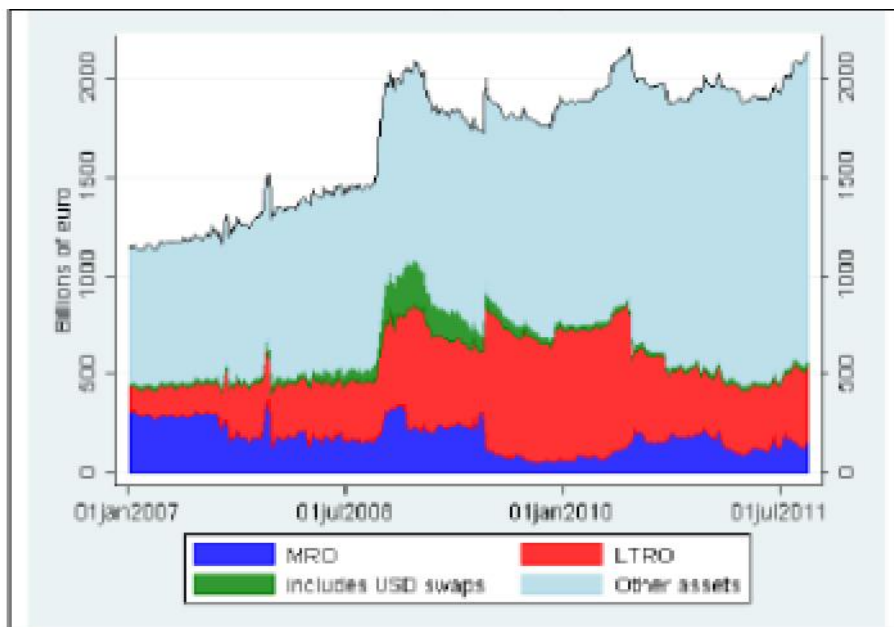
Fonte: Elaborado por Trichet (2010); BCE

O problema que então se colocava era o de que o sistema financeiro – em especial o *money market* – estava com seu funcionamento comprometido, tornando pouco eficaz a transmissão da política monetária praticada pelo BCE. A política de taxa de juros não estava conseguindo afetar adequadamente as taxas do *money market* e dos empréstimos bancários. Dessa forma, para trazer os spreads a níveis mais baixos e para garantir o melhor funcionamento da política monetária, o Banco Central Europeu resolveu se valer de políticas não convencionais, trazendo a EONIA para níveis bastante próximos da taxa de depósito, conforme pode ser visto no gráfico acima. Tais políticas foram elaboradas segundo a peculiaridade do sistema financeiro europeu, onde os bancos, que desempenham um papel crucial no financiamento ao setor privado da economia, são uma peça chave na transmissão da política monetária. Citando Trichet (2010, p. 12): “*The primary aim of these non-standard measures is to support the short-term funding of banks in order to alleviate the potential negative impact of liquidity risk on the availability of credit to households and companies across the euro area economy*”.

Ao fim de 2008, o BCE decidiu por amparar o sistema financeiro europeu de forma mais consistente. As operações de refinanciamento da autoridade monetária europeia passaram a se dar sob “*fixed rate full allotment*”, onde os bancos poderiam obter liquidez ilimitada à taxa principal de refinanciamento, mediante a garantia de colaterais. Tal medida

certamente influiu o balanço do BCE, conforme exibido no gráfico 11. Adicionalmente, Cecioni et al. (2011) afirma que o BCE ampliou o leque de ativos passíveis de serem aceitos como colaterais no intuito de evitar que uma venda maciça de papéis de baixa qualidade pudesse intensificar o processo de desalavancagem do balanço dos bancos. Além disso, a alternativa aos bancos de refinar ativos menos líquidos (ou mesmo ilíquidos) do seu balanço junto ao banco central representa um antídoto efetivo contra eventuais escassezes de liquidez no mercado interbancário. Em maio de 2009, o Banco Central Europeu anunciou 3 operações de refinanciamento de longo prazo (as *Longer-Term Refinancing Operations* – LTROs) com prazos estendidos de 1 ano a serem realizadas em junho, setembro e dezembro daquele mesmo ano. Combinada com as operações de *Fixed Rate Full Allotment*, as novas LTROs com maturidade ampliada contribuíram para a manutenção das taxas do *money market* em baixos patamares. Por outro lado, Cecioni et al. (2011) argumenta que as novas LTROs objetivavam restaurar o mecanismo de transmissão da política monetária e encorajar os bancos a prover crédito aos consumidores e firmas européias.

Gráfico 10 – Balanço do Banco Central Europeu: o lado do Ativo



Fonte: Elaborado por Cecioni et al. (2011); BCE

Ainda em meados de 2009, na esteira das outras medidas de injeção de liquidez no sistema, o BCE deu início ao *Covered Bonds Purchase Programme* (CBPP). Os *Covered*

Bonds são instrumentos de dívida de longo prazo lastreados em empréstimos, geralmente imobiliários, emitidos por bancos. O programa tinha por objetivo reativar/impulsionar o mercado de *covered bonds* que havia sido gravemente afetado pela turbulência da crise financeira, e que, além de ser uma das principais formas de funding dos bancos europeus, é o maior e mais ativo segmento do mercado de renda fixa na Europa¹⁹, em conjunto com o mercado de dívida pública. Para tanto, o BCE se comprometeu a comprar 60 bilhões de euros em *covered bonds* no mercado primário e secundário. O CBPP durou até junho de 2010 e, de acordo com Cour-Thimann e Winkler (2013, p. 12), “*the size of the programme represented around 2.5% of the total outstanding amount of covered bonds, which in the given context was effective as a catalyst to restart activity in this market*”.

A crise financeira de 2008 deixou, por fim, uma herança de deterioração das contas públicas de alguns países europeus. O acúmulo considerável de déficits públicos por parte de tais países logo chamou a atenção de investidores. Já no início de 2010, intensificou-se no mercado o medo de um *default* por parte da Grécia, impondo riscos à saúde financeira de países como Portugal, Irlanda, Espanha e Itália. Os mercados secundários de títulos soberanos começaram a perder liquidez, com o número de ofertas de compra se esvaindo rapidamente. Os *yields* dos títulos atingiram picos altíssimos, com os quais os países da zona do euro não estavam acostumados. Dada a importância dos títulos do governo como benchmark para as taxas privadas de captação, tais acontecimentos foram vistos como causadores de distúrbios e mal funcionamento na transmissão dos efeitos da política de taxa de juros para a economia real.

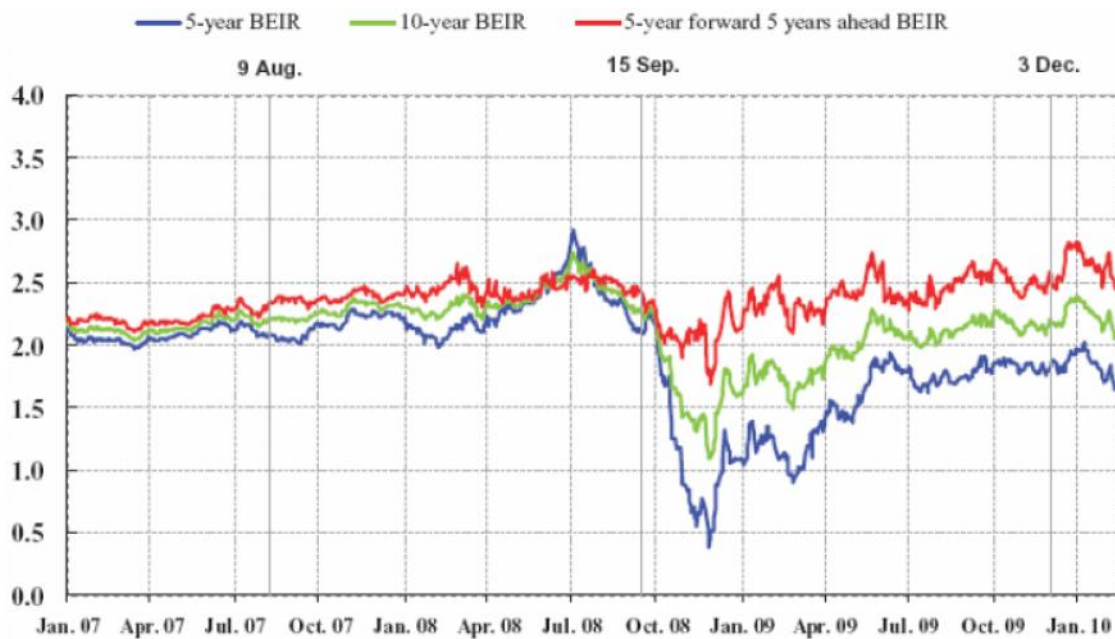
Como resposta a tal cenário, o Banco Central Europeu decidiu por implementar um programa de compra de títulos privados e públicos no mercado secundário, focando nos segmentos de mercado cujo funcionamento se via mais comprometido. O *Securities Market Programme* (SMP), anunciado em maio de 2010, tinha por meta principal garantir o bom funcionamento da política monetária. Durante o ano de 2010, as compras realizadas pelo programa foram em grandes montantes, perdendo intensidade após fevereiro de 2011. Em agosto daquele ano, porém, o BCE voltou a se utilizar das compras dos títulos quando o cenário voltou a piorar e os riscos de contágio aumentaram. O SMP, no final das contas, foi efetivo em estabilizar os mercados e propiciar a queda nos *yields* dos títulos soberanos. Sua efetividade contou com a ajuda paralela do anúncio de criação do *European Financial*

¹⁹ Maior até que o mercado de *corporate bonds*

Stability Facility, através do qual os governos da zona do euro poderiam se financiar mutuamente em caso de suporte aos programas de ajustamento colocados a cabo por alguns países. Apesar de seu propósito para a política monetária, o SMP “comprou” tempo aos governos dos países europeus em situação delicada para que fossem feitos ajustes na economia e encontradas soluções duráveis. O programa foi eficaz em estabilizar os yields dos títulos soberanos e, conseqüentemente, os custos de financiamento para o setor privado da economia.

Trichet ressalta que as respostas do BCE foram bem sucedidas, na medida em que a inflação se manteve estável (gráfico 11). A política de redução taxa de juros, por sua vez, conseguiu afetar as taxas do *money market*, em que as taxas nominais e reais de curto prazo (maturidade de 2 e 3 anos) se mantiveram em baixos níveis (gráfico 12).

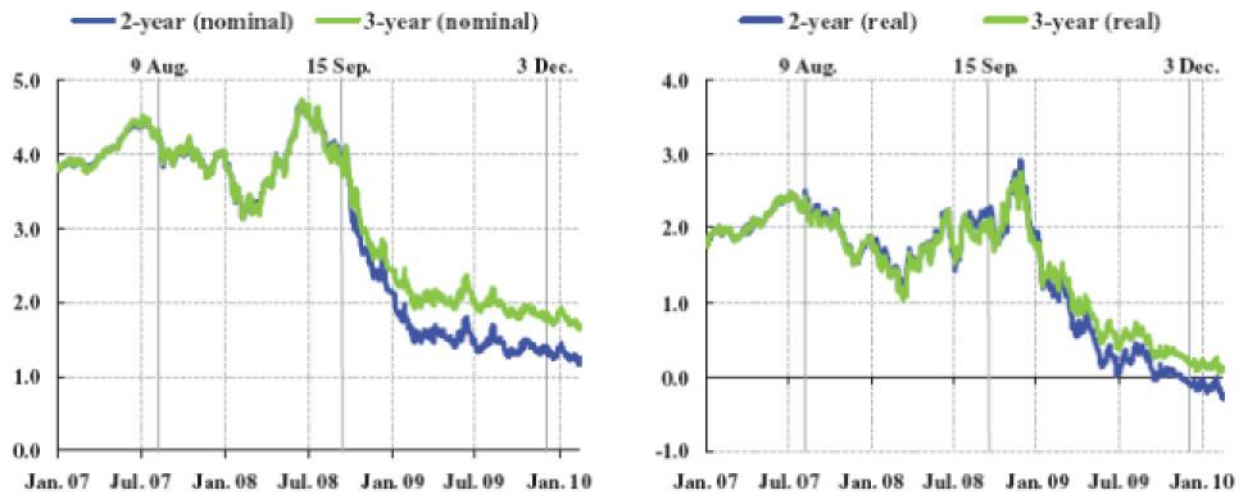
Gráfico 11 - Taxas de Inflação Implícita²⁰ (% a.a.)



Fonte: Elaborado por Trichet (2010); BCE

²⁰ É o mesmo que *break-even inflation* (BEIR) traduzindo para a língua inglesa.

Gráfico 12 – Taxa Nominal e Real na Maturidade de 2 e 3 anos²¹



Fonte: Elaborado por Trichet (2010); BCE

Mais que isso, as políticas excepcionais praticadas pelo BCE conseguiram manter o fluxo de crédito na economia em níveis saudáveis, resultado da atuação em dois fronts: o lado da demanda, através da manutenção de baixas taxas no mercado, e pelo lado da oferta, oferecendo condições de funding atrativas e numerosas para o setor bancário (Trichet, 2010). A liquidez ilimitada que foi assegurada pelo Banco Central Europeu a uma taxa fixa (*Fixed Rate Full Allotment*) assegurou uma pressão baixista nas taxas do *money market*, o que gerou a confiança necessária para que os bancos continuassem desempenhando o papel central que possuem como principais financiadores do setor privado europeu. A compra dos *covered bonds*, por sua vez, revitalizou aquele mercado e trouxe os spreads neste para baixo. As medidas não convencionais adotadas pelo BCE permitiram, acima de tudo, que os bancos pudessem se desalavancar e constituir uma reserva de capital (*liquidity buffer*) de forma gradual, sem a euforia perniciosa característica das crises financeiras.

²¹ As taxas nominais são baseadas na *yield curve* triplo A da zona do euro publicada pelo BCE. Já as taxas reais são baseadas nos títulos do governo indexados a um índice de preços.

Considerações Finais

A crise econômica e financeira pela qual atravessou a economia mundial nos anos 2008 e 2009 foi de um impacto tal na economia real e nos mercados, que os bancos centrais de diversos países tiveram de apelar para um receituário de políticas distinto daquele sob o qual a prática da política monetária vinha se orientando até então. O novo consenso macroeconômico, ao longo de três décadas de desenvolvimento, veio a se consolidar nos anos 90, trazendo consigo um core de preceitos sobre *policymaking* ideal da política monetária, basicamente uma regra de política baseada numa função reação bem especificada pelo banco central – constituindo a *interest rate policy*. Por sua vez, as políticas não convencionais se dão no âmbito da *balance sheet policy*. Esta nova abordagem de política abrange dois canais de transmissão da política monetária. O *signalling channel*, pelo qual o banco central, através de uma boa comunicação com o mercado, consegue estabilizar os mercados – ou melhor, consegue coordenar as expectativas sobre as taxas de juros (curto e longo prazo) e evitar volatilidade indesejada. O *portfolio-balance channel* se baseia na existência da substituíbilidade imperfeita dos diferentes tipos de ativos em carteira, de forma que a autoridade monetária realiza compras de ativos e injeções de liquidez visando afetar a composição do portfólio do setor privado, e, conseqüentemente, afetando o comportamento dos agentes.

O Federal Reserve e o Banco Central Europeu fornecem um importante caso pro estudo da política monetária não convencional em questão, desde a fase de sua concepção – variante conforme os características da economia e seu sistema financeiro – até sua fase de implementação. Os programas adotados pelas duas autoridades monetárias diferem quanto à sua estratégia. Enquanto o BCE prezou por medidas direcionadas aos bancos, que são os maiores responsáveis pelo crédito ao setor privado não-financeiro na zona do euro, o Fed focou no mercado de capitais e se aprofundou no *quantitative easing*, na tentativa de prover estímulos monetários adicionais uma vez atingido o limite inferior da taxa de juros. O presente trabalho justamente situa ambas as estratégias e seus respectivos programas de acordo com as distintas realidades.

Apesar desta monografia não abordar as tentativas de mensuração econométrica da efetividade de tais políticas, seus impactos sobre os yields de longo prazo, por exemplo, se saíram em conformidade com os objetivos da autoridade monetária. A redução de yields e spreads nos mercados é sinônimo de que as políticas foram efetivas em aliviar a incerteza e o

temor em excesso. Além disso, as práticas não convencionais tiveram êxito em evitar um colapso financeiro mais grave, na medida em que os bancos centrais se propuseram a amparar irrestritamente as instituições financeiras com problemas de liquidez. Portanto, é mais que razoável depreender que houve sucesso na implementação da política monetária não convencional. Por outro lado, a reversão de tais políticas, uma vez que as condições econômicas assim o exijam, implicará em mais desafios aos banqueiros centrais, já que este é um tópico da macroeconomia ainda não desbravado.

Referências Bibliográficas

ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcom. **The New Consensus Macroeconomics: an unreliable guide for policy**. Revista Análise Econômica, Porto Alegre, v. 50, p.275-297, set. 2008.

BERNANKE, Ben S.; REINHART, Vincent R.. **Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates**. AEA Papers And Proceedings, p.85-90, maio 2004.

BERNANKE, Ben S.; REINHART, Vincent R.; SACK, Brian P.. **Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment**. Federal Reserve Board, Washington, D.c., 2004.

BLANCHARD, Olivier. **Is There a Core of Usable Macroeconomics?** The American Economic Review, v. 2, n. 87, p.244-246, maio 1997.

BLANCHARD, O., DELL'ARICCIA, G. e Mauro, P. (2010), **Rethinking Macroeconomic Policy**, Journal of Money, Credit and Banking, Supplement Vol. 42, N° 6, September: 199-215.

BLINDER, Alan S.. **Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies**. Ceps Working Paper, v. 204, mar. 2010.

BORIO, C. e DISYATAT, P. (2010), **Unconventional Monetary Policies: An Appraisal**, The Manchester School, Volume 78, Issue Supplement s1: 53–89.

CECIONI, Martina; FERRERO, Giuseppe; SECCHI, Alessandro. **Unconventional monetary policy in theory and in practice**. Banca D'italia: Eurosystema, v. 102, p.21-22, set. 2011.

COUR-THIMANN, Philippine; WINKLER, Bernhard. **The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure**. European Central Bank, v. 1528, abril 2013.

PAULA, L. F. **Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não convencional**. Revista Brasileira de Economia, v. 53, n. 3, p.323-356, 1999.

GOODFRIEND, M. (2007), **How the World Achieved Consensus on Monetary Policy**, NBER Working Paper N° 13.580, November, Cambridge.

GOODFRIEND, Marvin; KING, Robert G.. **The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy**. NBER, v. 12, p.231-291, 1997.

MEYER, Laurence H.. **Does Money Matter?** Federal Reserve Bank of St. Louis, out. 2001.

TEIXEIRA, Anderson Mutter; MÍSSIO, Fabrício José. **O "novo" Consenso Macroeconômico e Alguns Insights da Crítica Heterodoxa**. Economia e Sociedade, Campinas, v. 20, n. 2, p.273-297, ago. 2011.

TRICHET, Jean-claude. **State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009**. Journal of Common Market Studies, v. 8, p.7-19, 2010.

WOODFORD, M., **"Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis"**, Columbia University, January 2008.

YAMAOKA, Hiromi; SYED, Murtaza. **Managing the Exit: Lessons from Japan's Reversal of Unconventional Monetary Policy**. IMF Working Papers, v. 114, n. 10, p.3-4, maio 2010.

