

Insper

INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA

THOMAS ANDREW ORTEGA

**ALAN GREENSPAN, ECONOMISTA BRILHANTE OU
MANIPULADOR DE MERCADOS?**

SÃO PAULO

2015

THOMAS ANDREW ORTEGA

**ALAN GREENSPAN, ECONOMISTA BRILHANTE OU
MANIPULADOR DE MERCADOS?**

Projeto apresentado ao curso de Ciências
Econômicas, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel sob
orientação do Prof. Nelson Cantarino.

INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA

SÃO PAULO

2015

RESUMO

Este trabalho analisará qual a influencia do mercado financeiro moderno na economia real e se as politicas econômicas, principalmente as monetárias de Alan Greenspan (presidente do Federal Reserve de 1987 a 2006), resultaram no melhor desempenho da economia norte americana ou se favoreceram apenas o sistema financeiro e seus participantes.

Para apoiar a analise, um estudo prévio das mudanças estruturais da economia e da politica da época será feita, incluindo o fim do padrão ouro de 1971 e o choque de Volcker de 1979 para contextualizar o ambiente que ultimamente permitiu que Greenspan transformasse o funcionamento e o processo de tomada de risco do sistema financeiro.

A metodologia consistirá em uma analise qualitativa e histórica de eventos e contextos econômicos e políticos do período agregado à de variáveis econômicas e dados financeiros relevantes para explicar ou relacionar as decisões de politica monetária de Alan Greenspan com seu efeito sobre mercados de capitais e na economia real.

Espera-se encontrar evidencias ou indícios de que, enquanto não existe um mandato oficial do Federal Reserve, existe uma agenda relativamente explicita (criada por Greenspan) de preocupação com valores de ativos financeiros, muitas vezes em detrimento da formação de uma estrutura econômica sustentável de longo prazo.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	6
2. REVISÃO DA LITERATURA	11
3. METODOLOGIA.....	13
4. RESULTADOS	15
5. CONCLUSÃO.....	16
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	17

GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Taxa básica de juros americana (1954-2015)	7
GRÁFICO 2 – Evolução do S&P 500 contra o PIB americano (1947-2014)	9
GRÁFICO 3 – Evolução do S&P 500 contra o PIB americano (1987-2006)	10
GRÁFICO 4 – Taxa básica de juros americana (1987-2006)	10

1. INTRODUÇÃO

O sistema financeiro é um componente extremamente importante no mundo moderno, sendo que quase todos os tipos de bens e serviços transacionados hoje passam por ele. A rede de instituições financeiras modernas é tão integral à sociedade que ao longo dos anos tem se trazido à tona cada vez mais pela mídia e pelo mundo acadêmico, muitas vezes sob a forma de críticas, questões sobre a economia e a sua vulnerabilidade à influencia do sistema financeiro, especialmente dos mercados de capitais.

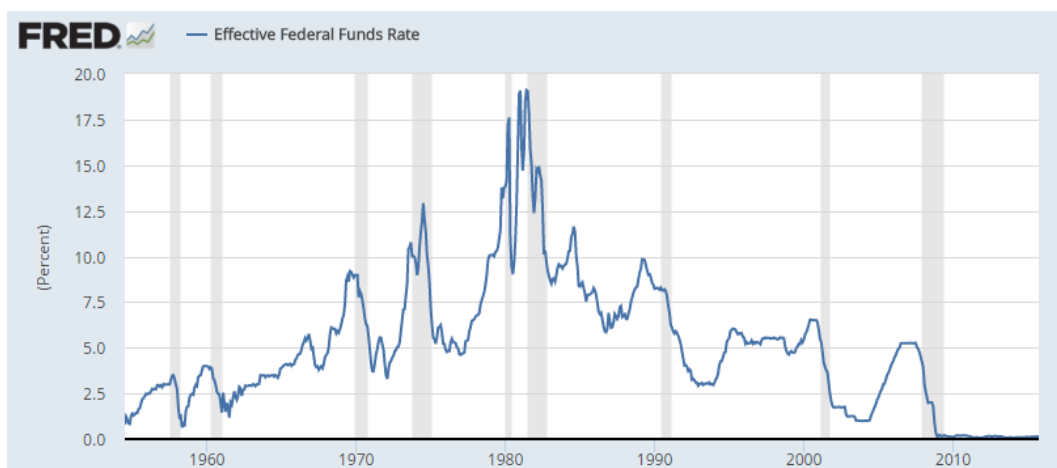
Este trabalho terá como foco interpretar os efeitos e consequências das políticas monetárias implementadas por Alan Greenspan durante seu tempo como presidente do *Federal Reserve* (1987-2006) no sistema financeiro e na economia norte americana. O objetivo é chegar a uma conclusão sobre quais foram as prioridades de Greenspan com respeito ao duplo mandato do *Fed* e sua administração da economia frente à manutenção da estabilidade dos mercados financeiros. Adicionalmente, será explorado se houve consequências das políticas de Greenspan para como o *Fed* formula suas políticas atualmente e se é mais ou menos independente politicamente do que era no passado.

Para iniciar essa análise é necessário voltar a 1971 quando o então presidente dos Estados Unidos, Richard Nixon, eliminou o padrão ouro que ficou conhecido como o “choque de Nixon”. Esse foi um passo crucial, pois definiu o tipo de economia em que Greenspan atuaria durante seu tempo no *Fed*, uma economia baseada em moeda fiat (o sistema em vigor para todas as moedas do mundo até hoje), isso deu liberdade ao *Fed* para manipular com muito mais facilidade as taxas de juros norte americanas e mais importantemente sua habilidade para fazer políticas expansionistas ou contracionistas independentes de taxas de juros (um bom exemplo disso foram as varias rodadas de *Quantitative Easing* realizadas pelo *Fed* desde a crise financeira de 2008, algo que seria totalmente inviável sob um regime de padrão ouro), pois a preocupação em manter o *peg* (a conversibilidade) ao ouro não existia mais.

O segundo grande acontecimento essencial para a criação do mundo em que Greenspan atuaria como presidente do *Fed* foi uma medida tomada por seu antecessor em resposta a crise do petróleo e a inflação alta que praguejava a economia norte americana do final dos anos 1970 ao inicio dos anos 1980, o

“choque de Volcker” (Gráfico 1 abaixo). Em 1981 Paul Volcker aumentou o *Fed Funds Rate* (a taxa básica de juros) para um recorde de ~20%, criando um novo precedente em termos de o que o Fed era “capaz” de fazer. O uso da política monetária embora ortodoxa, uma vez que o aumento da taxa de juros para combater a inflação seria uma recomendação comum entre economistas clássicos, nunca havia sido usada de maneira tão agressiva a ponto de praticamente criar uma crise intencionalmente. Outro elemento muito importante que caracteriza o choque foi a habilidade de agir pensando em objetivos de longo prazo, uma vez que a medida tomada claramente teria consequências negativas para a economia, mas foi fundamental para recuperar o equilíbrio e estabilidade de preços no país, o que foi seguido de um período de alto crescimento.

Gráfico 1 – Taxa básica de juros americana (1954-2015)



Source: Saint Louis Fed

Esse ponto é especialmente importante porque uma das características mais importantes do *Federal Reserve* é, ou deveria ser, sua neutralidade no âmbito político, ou seja, o *Fed* deveria formular a política monetária que julgar correta para a economia em um dado período independentemente das consequências políticas. Isso foi exatamente o que Paul Volcker fez. Ao elevar drasticamente e rapidamente o *Fed Funds Rate*, o presidente do *Fed* sabia que muito provavelmente causaria uma recessão intensa no país e provavelmente instabilidade econômica em outras economias e o fez mesmo assim.

O resultado do choque foi de fato uma recessão profunda que eliminou a inflação norte americana e foi um dos principais motivos para a “década perdida” pelos quais muitos países da América Latina passaram devido às crises de dívida. Isso ocorreu quando países como a Argentina, Brasil e México viram uma deterioração repentina dos *debt service ratios* de sua dívida dolarizada (uma medida de solvência que mede a habilidade de um país de honrar os pagamentos de sua dívida) levando a uma sequência de defaults e conseqüentemente crises econômicas na América Latina, entre outras regiões, por muitos anos.

Essa decisão de Volcker, julgue ela correta ou errônea, comprova a neutralidade política do *Fed* na época e o comprometimento com a formulação de políticas centradas no bem-estar da economia no longo prazo. Nenhum político seria capaz de impor uma política tão impopular especialmente quando o choque implicava em abandonar um dos dois mandatos do *Fed*, o equilíbrio do mercado de trabalho (o *Federal Reserve* possui um mandato duplo onde suas responsabilidades são: manter o nível de emprego sustentável mais alto possível e garantir a estabilidade de preços. Obviamente do ponto de vista econômico estes dois objetivos se contrapõe, dificultando a formação de política pelo *Fed*).

A medida de Volcker foi tão eficiente que em 1982 as taxas de juros já haviam baixado consideravelmente, em 1983 a economia crescia novamente e com uma política monetária ainda apertada e juros reais altos, a medida de Volcker ultimamente forçou o congresso a passar o *Gramm-Rudman-Hollings bill* para equilibrar o orçamento do governo. Mas o contrario também é verdade? Uma instituição ou um homem tem o poder para reerguer uma economia por meio de suas políticas? Se tem uma coisa que economistas sabem, talvez até demais, é que criar políticas para induzir uma recuperação econômica é muito mais difícil que para encolhê-la.

A política de Volcker mostrou que o Fed e mais importantemente, uma pessoa tinha o poder para mudar drasticamente o rumo da maior economia do mundo. No caso do então presidente do Fed o impacto foi mais fácil de ser criado, pois consistiu em um aumento drástico da taxa de juros para desacelerar a inflação (medida recessiva), mesmo que em detrimento do resto da economia, algo que poucas figuras públicas estariam dispostas a fazer.

Ao analisar os dados disponíveis e fazendo um estudo do período histórico em questão, este trabalho objetiva compreender se a presidência do *Fed*

de Alan Greenspan teve como suas características mais importantes a neutralidade política e o comprometimento com formulação de políticas monetárias centradas na economia real ou a preocupação e favorecimento da manutenção e estabilidade de preços de ativos financeiros.

Esse contexto histórico é muito importante para mostrar o tipo de economia e ambiente com que Greenspan lidaria. Ao longo de sua presidência, as principais marcas deixadas por ele foram as de desregulação do sistema financeiro, instituindo quase que um capitalismo *laissez-fair* e o que seria chamado posteriormente de “*the Greenspan put*”, uma política de afrouxamento monetário sempre que a bolsa caísse em torno de 20% ou mais (a definição técnica de um *Bear Market*), muitas vezes levando a *yields* reais dos títulos soberanos negativos, incentivando grandes tomadas de risco pelos agentes do mercado, mantendo o preço de ativos “estáveis”.

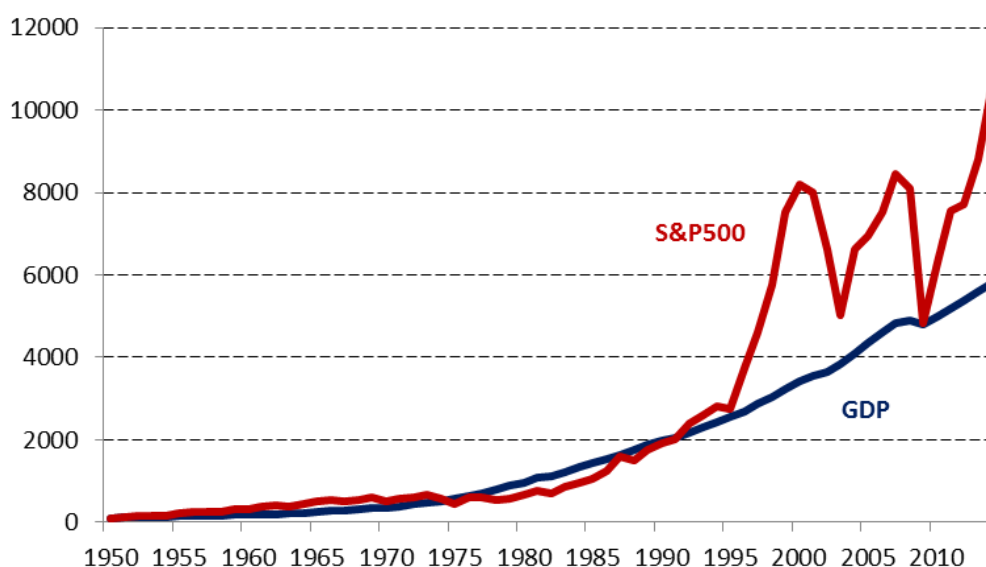
A maior mudança regulatória para o sistema financeiro durante a era Greenspan (embora ele não fosse responsável pela alteração, mas era um de seus maiores proponentes e tenha sido de grande influencia) foi a aprovação do *Gramm-Leach-Bliley Act* também conhecido como o fim do *Glass-Steagall Act* permitindo a união entre bancos comerciais e bancos de investimento. O *Glass-Steagall Act* foi criado em 1933 após a grande depressão e estipulava uma separação entre bancos comerciais e bancos de investimento e também estipulava limites muito conservadores para a atuação de bancos comerciais em ativos financeiros securitizados o que limitava muito a habilidade das instituições financeiras de especularem nos mercados de capitais.

Todas essas mudanças e medidas feitas ou acompanhadas pelo Greenspan completamente revolucionaram o funcionamento do sistema financeiro, mas o mandato dos *policy makers* não é proteger os interesses do país como um todo?

Desde o início de sua formulação, o S&P 500 (índice principal da bolsa norte americana e considerada como proxy para medir o mercado de *equities* no país) tem mantido uma relação de crescimento muito próxima do PIB (Gráfico 2). No entanto, em 1994 esta relação foi rompida de maneira acentuada no que seria o início da formação da bolha “*dot com*”, que estourou em 2000, de acordo com muitas métricas a maior bolha financeira desde a grande depressão, inclusive a que resultou na crise financeira de 2008 a qual lidamos com as

consequências até hoje, mesmo já tendo passado por boa parte do próximo ciclo de crédito de curto prazo.

Grafico 2 – Evolução do S&P 500 contra o PIB americano (1947-2014)



Source: Saint Louis Fed, Bloomberg

Em finanças é comumente considerado que o mercado financeiro é uma boa proxy para medir o estado da economia, ou seja, que o desempenho das empresas (neste caso medido pelos preços de suas ações) em seu agregado deve dar um bom indicio sobre como anda a economia de um país.

O que explica então a existência dos três grandes “descolamentos” que podem ser observadas claramente no **Gráfico 2** acima? Porque o mercado financeiro teve um aumento de valor tão diferenciado do que a evolução do PIB sugere ser possível? Podemos observar nos gráficos abaixo (3 e 4) o comportamento do PIB, S&P500 e do *Fed Funds Rate* durante a presidência de Greenspan.

Gráfico 3 – Evolução do S&P 500 contra o PIB americano (1987-2006)

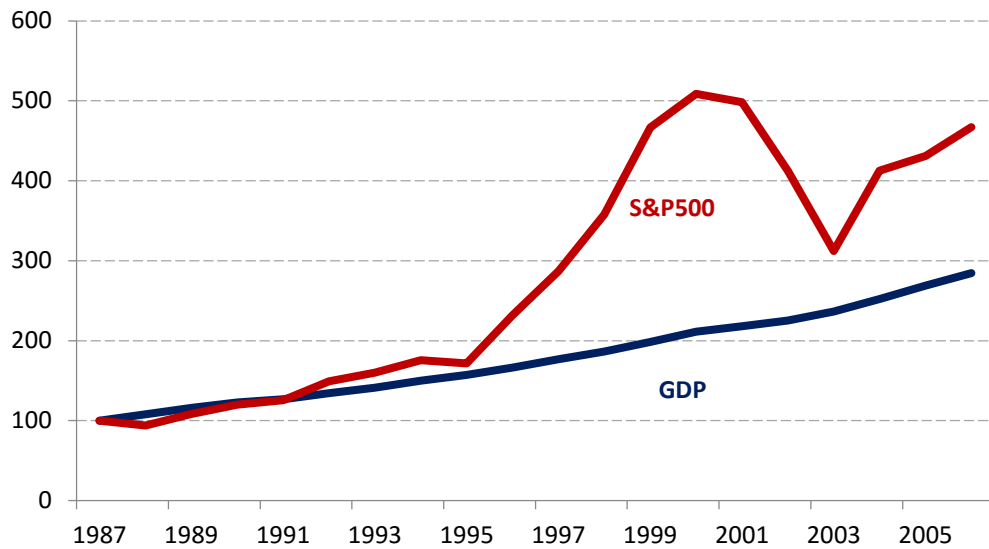
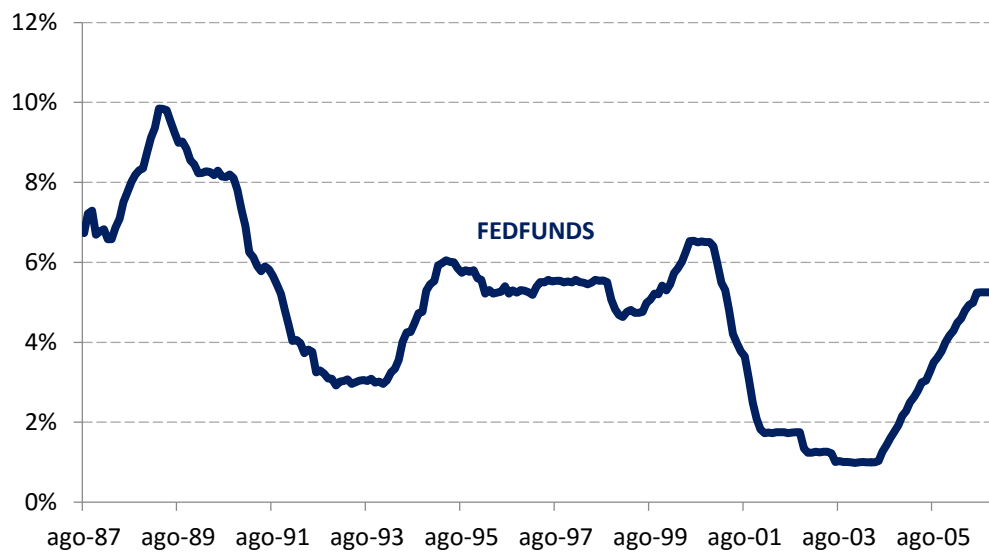


Gráfico 4 – Taxa básica de juros americana (1987-2006)



Por isso a análise proposta por este trabalho se faz tão importante, devemos saber se a transformação e o crescimento do poder dos bancos e mercados de capitais é o trabalho de um economista brilhante, ou de um manipulador de mercados com uma agenda acima da sua como presidente do Fed, Alan Greenspan.

2. REVISÃO DA LITERATURA

O embasamento teórico e a literatura para este trabalho é bastante amplo uma vez que aborda temas qualitativos das mais diversas formas, principalmente em economia, mas em alguns casos a análise depende da teoria de finanças quando abordada a questão da precificação da bolsa de valores.

Para a abordagem histórica foi feita uma análise detalhada das circunstâncias, eventos, ações tomadas e resultados no período proposto (grande parte disso foi apresentado na introdução) além de materiais produzidos mais recentemente como livros e artigos acadêmicos relevantes.

Entre estes está o livro *The map and the territory* de Alan Greenspan em que o autor discute a necessidade de rever como a economia é modelada do ponto de vista de projeções e expectativas e como o risco é gerido dado condições irracionais dos agentes econômicos em períodos de euforia ou estresse. Greenspan ressalta que essa má gestão de risco e euforia é o que leva a maior volatilidade nos mercados, o que gera os ciclos de “boom and bust” da economia e principalmente dos mercados de capitais. A análise realizada sugere que enquanto a constatação de Greenspan possa conter elementos de verdade, também é importante que os formuladores de política não criem ambientes artificiais que levam ou induzem os agentes econômicos a tomarem riscos que tenham impactos potenciais negativos para o sistema financeiro e a economia.

No livro, Greenspan defende as decisões que tomou como presidente do Federal Reserve. O autor é conhecido por não só defender, mas atuar como um “anti-regulador” de mercados, defendendo que a livre competição dos mercados financeiros (talvez o mercado mais próximo do “capitalismo puro”) é a melhor maneira de induzir crescimento e prosperidade em uma economia e que períodos de bolhas e crises agravadas não são consequência direta de políticas formuladas pelo governo, mas da má modelagem ou processo de escolhas para tomada de risco por agentes irracionais do mercado. Mais uma vez a análise realizada por este trabalho mostra que os agentes econômicos reagem aos incentivos dados pelos formuladores de política e que independentemente da “má modelagem” de risco sugerida por Greenspan, se os formuladores reconhecem um problema no processo de tomada de risco pelo mercado então ele deve levar isso em

consideração quando novas políticas forem colocadas em prática. Esse ponto será explorado mais a fundo na interpretação dos resultados da análise realizada.

Em contra partida foi levado em conta a interpretação e o ponto de vista presente no livro *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* de Raghuram Rajan em que o autor se opõe aos comentários e opiniões de Greenspan. Em seu livro, Rajan argumenta que foram justamente as escolhas individuais que coletivamente criaram a crise financeira de 2008, escolhas estas racionais em resposta a um sistema financeiro global que incentivam tomadas de risco muito desalinhadas com os potenciais riscos e custos das mesmas. Para Rajan o sistema financeiro moderno e portanto a economia (em escala global), criado por reguladores, depende excessivamente do consumidor americano e seu uso de alavancagem (dívida) para promover crescimento global efetivamente criando uma armadilha de liquidez onde o governo é forçado a manter políticas fomentadoras e indutoras ao risco apenas para manter a estabilidade da economia americana (e conseqüentemente global), levando a um cenário de longo prazo insustentável.

Outra obra contribuída em parte por Greenspan é *Changing Capital Markets, Implications for Monetary Policy: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City - Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium* em que se discute como uma nova realidade do mercado financeiro deve impor mudanças em como a política monetária é aplicada visando maior estabilidade do sistema financeiro e da economia. A análise feita nesta obra se aproxima dos resultados e conclusão deste trabalho que serão discutidos mais adiante.

Adicionalmente, foram considerados alguns artigos acadêmicos, são eles: *The Behavior of Risk and Market Prices of Risk Over the Nasdaq Bubble Period - Liuren Wu* em que são analisadas informações do mercado de opções para medir diferentes parâmetros de risco e retorno e posteriormente precificação do mercado durante o período da bolha de 2000. Este artigo contribui para a análise com sua conclusão da existência de tomadas de risco irracionais geradoras de volatilidade em mercados de capitais e o processo de tomada de risco que levou a uma das maiores bolhas financeiras da história, o que corrobora com o ponto de vista de Greenspan de que bolhas e conseqüentemente crises são geradas por

agentes econômicos que especulam de maneira irracional, não modelando corretamente o risco.

Por ultimo, outro artigo que aborda tópicos relevantes para a realização deste trabalho é *EXPLOSIVE BEHAVIOR IN THE 1990s NASDAQ: WHEN DID EXUBERANCE ESCALATE ASSET VALUES?* – *Philips, Wu e Yu* em que mais uma vez componentes de irracionalidade e psicologia de mercado se mostram ineficientes no processo de decisão de tomada de risco, mencionados no livro de Greenspan, sobre a precificação de ativos financeiros contribuíram no período da bolha de 2000 e com isso foi traçado um paralelo entre a influência de comportamentos irracionais e políticas monetárias quanto as suas contribuições para a formação de bolhas.

3. METODOLOGIA

A metodologia usada neste trabalho consiste em uma análise qualitativa dos dados disponíveis para relacionar a evolução da economia real, medida por variáveis como o PIB, inflação, desemprego, nível de endividamento entre outros com a evolução do mercado financeiro. Este será medido pela evolução do S&P500 e algumas métricas como volatilidade de retornos, preço/capitalização de mercado, preço/lucro das empresas, capitalização de mercado/PIB, e prêmio de risco.

Também, serão comparados estes dois “lados da equação” com as políticas adotadas pelo Fed como variações na taxa de juros e até mesmo comentários e discursos feitos pelo Fed que possam ter alterado expectativas e perfis de risco, influenciando a precificação do mercado.

Este último, por exemplo, atualmente carrega muito peso para os mercados de capitais. Os discursos da atual presidente do Fed, Janet Yellen, tem extrema importância para o mercado que aguarda ansiosamente indícios de alterações no *Fed Funds Rate* que são mantidos a baixas recordes a quase oito anos.

Para fins de análise financeira é largamente considerado na teoria de finanças que não é necessário fazer uso de todos os ativos disponíveis para se chegar a uma análise robusta, mas sim de uma proxy considerada representativa do mercado em questão (CAPM de Treynor (1961, 1962), Sharpe(1964) e Lintner(1965)), neste caso o índice S&P500 será usado como proxy para medir a evolução e saúde do mercado de capitais e portanto

Teorias de finanças como CAPM de Treynor (1961, 1962), Sharpe(1964) e Lintner(1965) e de portfólios eficientes de Markowitz e Merton (1952, 1972) ajudam a explicar os retornos “anormais” observados em ciclos de bolha.

Finalmente, para o embasamento de teoria econômica a análise é mantida clara e objetiva, fazendo uso de alguns modelos e teorias que conectam as variáveis a serem consideradas, como a curva de Phillips que mede a relação entre inflação e desemprego, especialmente importante considerando o duplo mandato do Federal Reserve de equilibrar desemprego e inflação, logo a curva

de Phillips deve trazer muita informação sobre como o Fed administra sua taxa de juros.

A regra de Taylor,

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t). \quad (1)$$

É uma ferramenta bastante útil para ilustrar as interpretações realizadas na análise deste trabalho, pois é considerada uma das principais regras seguidas por Greenspan durante sua presidência do Fed, correlacionando esta equação com o efeito da política monetária na economia real. A Regra de Taylor é uma função resposta da taxa de juros nominal para desvios da inflação e crescimento de PIB em relação à variação desejada destas variáveis estabelecida por *policy makers*. De maneira simplificada a regra de Taylor estabelece uma elasticidade entre a taxa de juros nominal por um lado e a inflação e PIB do outro.

4. RESULTADOS

Baseando-se na metodologia apresentada anteriormente e em sua fundamentação teórica e empírica, foram encontradas evidências que corroboram ambas as visões de que as políticas monetárias do Federal Reserve de Alan Greenspan tiveram como foco a manutenção de preços de ativos financeiros e também a estabilidade da economia real, ou seja, a análise aponta para a interpretação de que Greenspan foi um bom presidente do *Fed* e um manipulador de mercados ao mesmo tempo. Como isso é possível?

Na introdução deste texto foi dado um exemplo claro de política feita exclusivamente pensando no bem-estar de longo prazo da economia sem preocupações sobre os efeitos no mercado financeiro, o choque de Volcker.

Então quem está errado? Greenspan foi cauteloso demais com os mercados financeiros ou Volcker foi irresponsável e criou uma crise desnecessária? Manteremos essa discussão para a conclusão apresentada posteriormente, mas o que é certo é que nos últimos quarenta anos a economia norte americana tem procurado outra fonte para o crescimento, o crédito (Gráfico 5).

Gráfico 5 – Dívida total no sistema/PIB



No gráfico acima vemos claramente que a quantidade de crédito existente na economia americana explodiu com um aumento inicial após a redução da taxa básica de juros, resultado do choque de Volcker, subindo de 170% em 1984 para 212% em 1987, quando saiu e durante a era Greenspan, subindo de 212% para

315% em 2006, quando saiu. Inicialmente essa explosão de crédito se deu pelo fato de que após o choque de Volcker endividar se era muito caro e foi apenas em 1984 quando as taxas haviam sido baixadas e a economia havia começado a crescer que o *pent up demand* por crédito pôde ser atendido.

Em um segundo momento o processo de desregulamentação de Alan Greenspan, principalmente o fim do *Glass-Steagall Act* dando acesso aos bancos de investimento aos balanços muito maiores dos bancos comerciais e com o tempo a criação de novos produtos financeiros permitiu que mais crédito pudesse ser criado do que qualquer outro período na história. Assim a economia foi impulsionada pela criação de crédito e conforme o volume de crédito, controlado obviamente pelos mercados financeiros, crescesse a uma taxa muito acelerada, ficando cada vez maior em relação ao PIB, passamos por uma transformação na dinâmica da economia, onde o crédito passou a exercer cada vez mais o papel que a produtividade e inovação tinham (não que estes não sejam fatores importantíssimos para o crescimento econômico, isso também será discutido mais a fundo na conclusão).

Isso significa inverter a relação de causalidade que existia até então e que a economia seria saudável se o mercado financeiro (e conseqüentemente o de capitais) o fosse e não o contrário. Assim, Alan Greenspan teria dados os primeiros passos em uma trajetória que se verifica até hoje de uma estratégia de políticas econômicas estruturadas em função dos preços de ativos financeiros, com a economia sendo um produto da saúde do mercado financeiro, levando a uma dinâmica de longo prazo insustentável.

5. CONCLUSÃO

Após a análise dos dados e dos resultados discutidos no item anterior podemos chegar a uma conclusão sobre as características que Alan Greenspan teve como presidente do *Fed*. o fato é que ele foi tanto um presidente devidamente preocupado com formular políticas que visavam aderir ao duplo mandato do *Fed* e ao mesmo tempo teve grande foco em manter estabilidade de preços de ativos financeiros, efetivamente manipulando a dinâmica dos mercados. A questão é que essas duas preocupações não devem ser consideradas necessariamente como independentes.

Como foi explorado na discussão dos resultados, o processo de desregulamentação dos mercados e aumento na disponibilidade de crédito deu um novo espaço às instituições financeiras, que rapidamente tomaram uma importância jamais vista em termos de fatia da economia e nível de influência sobre a mesma. Como vimos, no período após o choque de Volcker e durante a presidência de Greenspan a quantidade total de dívida na economia como razão do PIB praticamente triplicou e foi a níveis que fizeram com que o risco se tornasse sistêmico. O que isso significa é que não era necessariamente as instituições financeiras que eram “culpadas” por crises do ponto de vista que indivíduos e empresas aumentaram muito sua exposição a crédito de modo que o sistema financeiro poderia falhar mesmo sem que as instituições financeiras falhassem. Por exemplo, imagine que uma “mega empresa” como a Apple, Google ou Exxon Mobil se tornassem inadimplentes repentinamente, os prejudicados seriam os credores dessas empresas e como credores tem direito ao patrimônio da empresa antes dos acionistas, os acionistas também seriam gravemente afetados. Como o tamanho da dívida dessas empresas é tão grande (e o tamanho da própria empresa) que o termo foi cunhado “too big to fail”, ou seja, existem empresas que são tão importantes para a economia que elas não podem falhar, não pela fatia que elas representam da economia ou da dívida no sistema, mas porque o tamanho bruto é tão grande que a economia não consegue sustentar o “desaparecimento” da instituição que por sinal não necessariamente é financeira.

Dado essa evolução no perfil de dívida da economia Norte Americana o mercado financeiro se tornou muito mais relevante, porque o mercado de crédito evoluiu de muitas maneiras, não só ele cresceu como foi pulverizado, mais pessoas tem acesso a crédito do que em qualquer período na história e investidores nunca tiveram

tanto acesso à dívida de outros participantes (compra de dívida de empresas e na crise de 2008 até a securitização de hipotecas de pessoas físicas).

Torna-se evidente então que Greenspan não tinha opção ao tomar cuidado com o monitoramento da saúde do sistema financeiro, uma vez que com o capital extremamente pulverizado (dívida, ações e outros instrumentos financeiros estavam na carteira de quase todo indivíduo, seja na forma de ativo ou passivo) que uma instabilidade do mesmo significa flutuações significativas no capital dos agentes e isso prejudicaria a habilidade dos mesmos de consumirem mais ou continuarem se financiando.

Um ponto onde podemos criticar é o processo de desregulamentação promovida por Greenspan, não que não tivesse seus benefícios, mas o racional usado pelo presidente pode ter sido falha. É importante lembrar que Greenspan é uma autoridade no estudo de econometria e modelagem econômica e ao longo de seus anos de pesquisa sempre evidenciou um ponto muito importante, que os agentes não modelam, ou não conseguem modelar adequadamente o risco e conjuntamente com um quadro de “expectativas irracionais” geram ciclos de *boom and bust* e que se estes agentes o fizessem adequadamente estes ciclos não ocorreriam, ou seriam muito menos significantes, não criando cenários de alto risco para o sistema financeiro e consequentemente a economia.

Conclui-se então que Greenspan coordenou adequadamente as políticas monetárias para uma economia com falhas em seus fundamentos, mas que ele mesmo ajudou a criar. Como é argumentado por Raguram Rajan em seu livro, o crescimento econômico das últimas décadas se deve ao processo de alavancagem do consumidor em uma proporção que não é sustentável e que o caminho para o futuro é um novo ciclo de aumento na produtividade.

Influências sobre o Federal Reserve moderno: a economia que Greenspan ajudou a criar com níveis crescentes de dívida tem colocado o Fed em uma situação difícil, onde para cumprir sua dupla meta ele deve se concentrar cada vez mais na estabilidade e saúde do mercado financeiro e seus agentes. Esta estrutura não é necessariamente errada desde que haja um processo de transição para um modelo de crescimento de produtividade, mas o fato é que ao se focar na saúde do sistema financeiro como principal agente de crescimento da economia também será nesse setor onde os maiores ganhos econômicos ocorrerão levando a uma evolução desigual da economia entre setores. Como nem todos os agentes participam diretamente do mercado

financeiro, não terão acesso aos benefícios que o setor recebe. Um modelo “trickle down” não é necessariamente errado desde que haja um nível de investimento e evolução consistente entre todos os setores da economia, ou seja, não é necessário que sejam feitas políticas redistributivas, apenas que o “trickle” ocorra mais uniformemente por toda a economia. O setor financeiro sempre terá retornos maiores devido ao perfil de risco e escalabilidade do tipo de negócio, mas em termos relativos a conjuntura econômica norte americana (e global) vive um período de desequilíbrio que deve ser corrigido para manter um crescimento sustentável e permitir que os *policy makers* voltem a se focar no estado da economia real ao invés de serem reféns das intempéries do setor financeiro, um problema que Greenspan ajudou a criar, mas administrou muito bem.

REFÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BUENO, R. **Econometria de Séries Temporais**. Cengage Learning. Cap.6. 2008.

BODIE, Z., KANE, A. e MARCUS, A. Investimentos, 8ª edição: MCGRAW-HILL/IRWIN, 2010.

Carlin, W; Soskice, D. **Macroeconomics: Imperfections, Institutions and Policies**. Oxford University Press, 2006, 1a edição.

ENDERS, W. **Applied Econometric Time Series**. Wiley. Cap. 5. 2009.

HODRICK, R; PRESCOTT, E. *Post-war Business Cycles: An Empirical Investigation*. **Journal of Money, Credit and Banking**. Vol. 25, Nº 1. P.1-16. 1997.

STOCK, J.H; WATSON, M.W. *Vector Autoregressions*. **Journal of Economic Perspectives**. Vol.15 Nº4. P.101-115. 2001.

BAKSHI G; WU, L, The Behavior of Risk and Market Prices of Risk Over the Nasdaq Bubble Period, *Management Science*, Vol. 56, No. 12 (December 2010), pp. 2251-2264, <http://www.jstor.org/stable/40959633>

PHILLIPS, P; WU, Y; YU, J. **EXPLOSIVE BEHAVIOR IN THE 1990s NASDAQ: WHEN DID EXUBERANCE ESCALATE ASSET VALUES?**. *International Economic Review* Vol. 52, No. 1 (February 2011), pp. 201-226, <http://www.jstor.org/stable/23016628>

GREENSPAN, A. *The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting*.

Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City – Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium (com contribuições de Alan Greenspan)

RAJAN, R. *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*