

**Metas de inflação:
lições da Era Greenspan**

**Simone Silva de Deos
Rogério P. de Andrade**

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 121, abr. 2006.**

ISSN 0103-9466



Metas de inflação: lições da Era Greenspan¹

Simone Silva de Deos²
Rogério P. de Andrade²

Resumo

Este texto discute acontecimentos recentes na política monetária dos EUA que estariam sendo interpretados como passos significativos na direção da adoção de um regime de metas inflacionárias, ou até mesmo como uma adoção de fato do regime. Para tanto, após uma breve introdução, apresenta as idéias centrais do regime de metas de inflação, recupera aspectos relevantes da política monetária dos EUA a partir da década de 1970 e detalha acontecimentos recentes (2004-2005) enfatizando, em particular, os argumentos de representantes das posições contrárias (Greenspan) e favoráveis (Bernanke) à adoção do regime de metas de inflação como forma de condução da política monetária nos Estados Unidos. A principal conclusão é que o Fed, apesar de ter caminhado no sentido de prover maior transparência e mais informações para os agentes sobre sua atuação, não adotou, de fato, uma política de metas inflacionárias. E ainda que possa vir a adotar tal política no futuro, isso se daria a despeito de argumentos teóricos e evidências empíricas em contrário, tendo em vista os resultados bastante favoráveis obtidos em uma condução mais discricionária e flexível da política monetária nos EUA desde meados dos anos 1980.

Palavras-chave: Metas de inflação; Política monetária.

Abstract

Recent events regarding the conduct of monetary policy in the United States have been interpreted by some analysts as steps towards the future adoption of an inflation targeting framework, or even its de facto adoption. A debate takes place in academic circles, as well inside the Fed itself, on the convenience of implementing such approach for monetary policy. The debate is still unresolved and a consensus has not emerged. However, the issue will remain in the forefront of the discussions about the proper framework for the conduct of monetary policy, not only for the USA, but for other countries as well. This paper approaches such issues and reaches a number of conclusions. First, although the Fed's recent actions indicate more sensitivity in providing higher levels of transparency and information about its behaviour and intentions, it did not adopted a de facto policy based on inflation targeting. Second, that the Brazilian experience with inflation targeting is a huge success and represents the state of the art on the subject, and therefore nothing else can alternatively be done (as a Brazilian central banker recently put it) remains to be seen. Third, the adoption of inflation targeting would mean a step backward in the process of policymaking in the USA, for a distinctive feature of its

(1) Este texto é uma *versão preliminar* para discussão.

(2) Professores do Instituto de Economia da Unicamp.

monetary policy since the 1980s is the flexibility of response it still retains to adapt to unpredictable events and inherently changing environments. The fact that the Fed was able to exercise successfully its informed judgment in critical macroeconomic situations opens the case for the importance of not restraining policymakers' actions through the adoption of tight rules of conduct.

Key words: Inflation targeting; Central banking; Monetary policy.
JEL E52, E58.

Introdução

O debate acerca da política econômica no Brasil tem na condução da política monetária um de seus pontos de maior interesse, o que não é o mesmo que afirmar que esteja o debate realmente interessante. Mas por que não entendemos que esteja o debate, em si, interessante? Porque ainda que identifiquemos inúmeras críticas à condução da política monetária tal como vem sendo executada, tais críticas concentram-se mais na execução da referida política, e menos na sua concepção. Estreitado o campo da crítica a um âmbito operacional – que tem seu interesse, sim, mas não esgota a questão – o debate torna-se mais limitado, perde ousadia e mostra-se pouco capaz de apontar alternativas.

Exemplos de como a discussão em torno da política monetária é deveras limitada são abundantes. Recentemente, por exemplo, ganhou particular notoriedade no debate uma intervenção do atual presidente do Banco Central do Brasil.³ Nela, o banqueiro central defende, obviamente, a concepção e a execução da política monetária que conduz. À crítica de que ela seria excessivamente “apertada”, responde que a taxa de crescimento da economia brasileira em 2004 foi de 5,2%, e que isto evidenciaria o resultado de um processo de resolução de problemas fundamentais do país.

Sobre este ponto, vale lembrar que o crescimento no período em questão decorreu de fatores externos; portanto, a economia brasileira cresceu apesar da política econômica.⁴ A economia mundial, em 2004, cresceu em torno de 5%. Se cotejarmos a taxa de crescimento do Brasil, no mesmo ano, com as de outras economias ditas emergentes, como Argentina (8,8%), China (9,5%), Índia (6,4%) e Rússia (7,3%), é possível observar que o desempenho da economia brasileira foi bastante discreto.

Mas, além da defesa óbvia de sua política, chama a atenção na referida entrevista as seguintes afirmações, altamente questionáveis, acerca do regime de

(3) Ver Meirelles (2005), uma entrevista concedida à revista *Veja* (“Páginas Amarelas”).

(4) Para uma avaliação do crescimento no período, ver, por exemplo, Belluzzo e Carneiro (2004, p. 7).

metas de inflação: 1) é a melhor alternativa para a condução da política monetária, 2) é o que de mais avançado existe no campo da ciência econômica, 3) tem se mostrado uma experiência comprovadamente eficaz nos países que o adotaram. A resposta a essa última afirmação é simples, direta e deve ser dada desde já: a literatura que avalia as evidências empíricas a partir da experiência dos países que implementaram metas inflacionárias não permite afirmações conclusivas a respeito da eficácia do referido modelo.

Nesse debate, uma referência importante é Ball e Sheridan (2003). A conclusão mais geral destes autores é que não há evidência conclusiva que sustente a afirmação de que metas inflacionárias contribuem para melhorar a performance dos países que a adotam no que diz respeito ao comportamento da inflação.

Arestis e Sawyer (2004, p. 53-56) também fazem uma avaliação crítica da literatura empírica que conclui pela eficácia do regime de metas de inflação. Estes autores discutem alguns trabalhos que, através de testes econométricos, dariam suporte ao regime de metas de inflação (como, por exemplo, Neumann and von Hagen, 2002), criticam seus resultados e mostram as fraquezas das supostas evidências que apresentam. Basicamente, as críticas são: 1) a década de 1990 foi um período de inflação baixa para quase todos os países, não só para os que adotaram metas de inflação, 2) mesmo bancos centrais que não adotam este sistema – como o Federal Reserve ou o Banco Central Europeu – mantêm sua credibilidade e reputação e não parecem ter custos relativamente maiores para conseguir seus objetivos de estabilizar a economia, e 3) alguns países que tiveram “sucesso” com metas de inflação já estavam numa trajetória de baixa inflação antes disso.⁵

A resposta à afirmação de que o regime de metas é a melhor e mais avançada alternativa para conduzir a política monetária pode ser dada a partir de sua aplicação a um caso concreto. Por isso, podemos e devemos perguntar: sob que forma é conduzida a política monetária nos países avançados? Se fosse indiscutivelmente correta a afirmação do banqueiro central brasileiro, os países avançados ou bem teriam metas de inflação, ou ao menos para lá estariam rumando. Será esse, de fato, o cenário atual? Feita tal discussão para um caso mais específico, seria o caso de se perguntar: sob que forma é conduzida a política monetária nos Estados Unidos?

(5) Para um estudo que salienta os resultados favoráveis da adoção das metas inflacionárias, ver Wu (2004).

Tal indagação poderia ser respondida em poucas palavras: a política monetária nos EUA tem sido conduzida de forma discricionária – isto é, conduzida sob o arbítrio e a discricionariedade do Federal Reserve System (Fed), o Banco Central dos EUA. Em outras palavras, a condução da política monetária não é feita tendo em vista atingir exclusivamente uma meta explícita de inflação, previamente anunciada, a ser alcançada dentro de um certo período de tempo.

Contudo, há nos Estados Unidos um debate importante acerca da conveniência de tal política monetária, hoje de caráter mais discricionário, ser substituída por uma política de metas de inflação. Mais que isso, procedimentos recentes do Fed foram interpretados por alguns analistas como indicações de que essa instituição virá a adotar, num futuro muito próximo, um sistema de metas inflacionárias. Se este processo está de fato ou não acontecendo, e se o mesmo é ou não pertinente, são questões que serão devidamente avaliadas mais detalhadamente no decorrer de nossa argumentação.

Este texto está estruturado da seguinte forma. Na seção 1 faremos uma discussão sucinta do regime de metas inflacionárias. A seção 2 recupera a condução da política monetária nos EUA entre meados da década de 1970 e o início da atual década. A seção 3 mapeia a trajetória recente (2004-2005) da política monetária e as posições favoráveis e contrárias à adoção do regime de metas de inflação. Encerramos com as observações finais.

1 O regime de metas de inflação: algumas considerações preliminares

A justificativa convencional para a adoção explícita de uma meta final para a política monetária – quer seja uma “velha” meta, do tipo monetarista, que estabelecia uma taxa de crescimento para um agregado monetário, quer seja uma “nova” meta, que estabelece uma taxa para o crescimento dos preços – é que isto daria *credibilidade* às autoridades monetárias.

Bernanke et al. (1999) definem regime de metas de inflação como uma estratégia de política monetária caracterizada pelo anúncio público de uma meta (ou um intervalo) para a taxa de inflação em um determinado horizonte temporal e o reconhecimento explícito de que uma inflação baixa e estável deve ser o principal objetivo de longo prazo da política monetária. Aceitando tese convencional (neo-clássica) da ineficácia da política monetária no longo prazo, bem como a necessidade de baixa inflação para o bom funcionamento do sistema econômico, Bernanke et al. (1999) propõem que o regime de metas de inflação é a melhor forma de condução da política monetária. Basicamente, são dois os motivos que

fariam deste regime a melhor estratégia: 1) a melhoria da comunicação entre o público e as autoridades monetárias, o que aumentaria a capacidade de previsão dos primeiros a respeito da inflação futura, e 2) a disciplina imposta ao governo no tocante à política monetária, o que daria maior credibilidade a esta.

Estes autores alertam que o regime de metas de inflação deve ser tratado mais como uma “estratégia”, ou uma “moldura” (*framework*), e menos como uma regra, pois a meta de inflação não pode ser alcançada através de um receituário específico. No limite, para os autores, todos os regimes de política monetária seriam, em alguma medida, discricionários – o que se teria, portanto, seriam graus distintos para o exercício da discricionariedade (Bernanke et al., 1999, p. 6). Neste sentido, através de um regime de metas de inflação a ação discricionária operaria a partir de um *framework* mais articulado, no qual “os objetivos gerais e as táticas” dos formuladores de políticas estariam previamente explicitados. Os autores chamam tal abordagem de “discisão restringida” (*constrained discretion*):

By imposing a conceptual structure and its inherent discipline on the central bank, but without eliminating flexibility, inflation targeting combines some of the advantages traditionally ascribed to rules with those ascribed to discretion (Bernanke et al., 1999, p. 6; itálico no original).

Segundo Bernanke:

Constrained discretion attempts to strike a balance between the inflexibility of strict policy rules and the potential lack of discipline and structure inherent in unfettered policymaker discretion. Under constrained discretion, the central bank is free to do its best to stabilize output and employment in the face of short-run disturbances, with the appropriate caution born of our imperfect knowledge of the economy and of the effects of policy (this is the “discretion” part of constrained discretion). However, a crucial proviso is that, in conducting stabilization policy, the central bank must also maintain a strong commitment to keeping inflation--and, hence, public expectations of inflation--firmly under control (the “constrained” part of constrained discretion). Because monetary policy influences inflation with a lag, keeping inflation under control may require the central bank to anticipate future movements in inflation and move preemptively. Hence constrained discretion is an inherently forward-looking policy approach (Bernanke, 2003, p. 2).

Mas, por que a adoção do regime de metas daria mais credibilidade à autoridade monetária e reduziria os custos de sua política, isto é, os efeitos negativos sobre o produto e o emprego de uma política que busca reduzir/controlar a inflação? Para seus defensores, o anúncio público de uma meta de inflação, que deveria ser fortemente perseguida, ao afetar as expectativas dos agentes, contribuiria decisivamente para o seu próprio cumprimento. Supondo que as

autoridades monetárias têm um passado convincente de combate à inflação (isto é, possuem credibilidade), a partir do momento em que informam que irão adotar uma política mais dura, os agentes econômicos reduzem suas expectativas inflacionárias. Neste sentido, a credibilidade reduziria o custo de uma política antiinflacionária.

Que experiência há acumulada, até os dias de hoje, com metas de inflação, da qual possamos tirar algumas lições? A Nova Zelândia implantou de forma pioneira o regime de metas em 1990. A experiência seguinte foi a do Canadá, em 1991. Em 1992, o Banco da Inglaterra anunciou que sua política monetária passaria a ser orientada para atingir uma determinada taxa de inflação. O Brasil introduziu o sistema em 1999, logo após o colapso do regime cambial fixo. Hoje, sem negar as diferenças entre os casos específicos, mais de vinte países adotam um regime de metas de inflação, isto é, eles conduzem sua política monetária com o objetivo de atingir uma determinada meta, pré-anunciada, para a taxa de inflação em um certo período de tempo (mas, em alguns casos, não só isso).

Que avaliação se pode fazer de tais experiências até agora? Como já afirmamos na Introdução desse trabalho, com base na literatura disponível não é factível qualquer afirmação conclusiva a respeito da eficácia do modelo em questão. Ainda assim, são muitos os que acreditam na superioridade do regime de metas de inflação, muitos os que propõem que outros países adotem tal forma de condução da política monetária e muitos os que advogam, inclusive no âmbito do Fed, que os Estados Unidos o façam.

2 A condução da política monetária nos EUA: uma perspectiva histórica

• Os anos 1970-1980

Ao longo da década de 1970 e início dos anos 1980, mais precisamente entre 1972 e 1982, o desempenho macroeconômico dos Estados Unidos foi bastante precário. Neste período, a maior economia do mundo apresentou um comportamento cujas características eram de difícil explicação pelo *mainstream*: dois picos de inflação (1974-1975 e 1980-1981) simultâneos a dois picos de desemprego (1975 e 1982). Um diagnóstico à época formulado (e aceito pelos *policymakers*) foi que uma política monetária “frouxa” levou aos surtos inflacionários do período.

A partir de 1970, o FOMC, órgão responsável pela política monetária no âmbito do Fed, usou três diferentes procedimentos para implementar sua política (Moore, 1988). Em 1970 começou a definir metas formais para a taxa de crescimento de agregados monetários selecionados. Contudo, até 1979, deu

realmente importância para a estabilidade de curto prazo das taxas de juros. Portanto, de fato, a meta era para a taxa dos *federal funds*. Mas a orientação mudou em outubro de 1979, passando a ser, de fato, a definição de uma meta para as reservas.

Tal política gerou uma volatilidade elevada na taxa básica de juros no período 1979-1982. E se, de um lado, observou-se uma redução expressiva da inflação relativamente à inflação observada na década de 1970, de outro, verificou-se uma grave recessão no período 1981-1982. Diante disto, a política monetária modificou-se novamente no segundo semestre de 1982, reassumindo uma feição mais discricionária. A partir de 1983, novas metas foram anunciadas para a taxa de crescimento da maior parte dos agregados, mas a importância de atingir tais metas tendeu a ser minimizada (Moore, 1988, p. 116).

Este abandono paulatino da experiência monetarista é também enfatizado por Alan Blinder (1998, p. 29). Segundo este autor, o Fed deu início ao processo gradual de recuar de “metas M” em 1982. A meta da taxa de crescimento de M1 foi formalmente abandonada em 1987, mas metas de crescimento de M3 e, especialmente, M2, mantiveram um papel subsidiário na formulação da política monetária até 1992. Mais tarde, em fevereiro de 1993, Alan Greenspan anunciou, “*with magnificent understatement*”, que o Fed atribuiria

less weight to monetary aggregates as guides to policy”. *Less? How about zero? Greenspan’s proclamation was greeted with yawns in both academia and the financial markets because it was considered old news* (Blinder, 1998, p. 29).

A decisão de alterar a política monetária no segundo semestre de 1982 veio na esteira do descontentamento com a gravidade da recessão do início dos anos 1980 – a mais grave desde a década de 1930! Foi isso que fez o Fed abandonar a orientação monetarista.⁶ Nesse novo contexto, as taxas de juros sofreram uma rápida queda, o que levou a economia a se recuperar.

Segundo Blinder (1998, p. 27), a dicotomia tradicional da política monetária entre a escolha dos instrumentos – taxas de juros ou oferta monetária –, amplamente discutida pela literatura à época, foi “decidida” por eventos do mundo real, e não pela teoria. “Instabilidades ferozes” nas curvas LM estimadas para os

(6) Vale uma observação aqui a partir de uma afirmação de Alan Blinder (1998, p. 29) para quem, no caso do Fed, a breve e tumultuada experiência com o monetarismo entre 1979 e 1982 foi, provavelmente, um “casamento por interesse e não por paixão”. O argumento de Blinder é que o Fed teria usado a retórica monetarista para proteger-se e poder, então, promover fortes elevações da taxa de juros.

EUA e outros países, a partir dos anos 1970, levaram economistas e *policymakers* a concluir que ter metas de oferta monetária não era uma opção viável. E, por conta disso, a estratégia de ter metas de taxas de juros “venceu” nos EUA, bem como em outros países. A esse respeito Blinder cita Gerry Bouey, um ex-governor do Banco do Canadá, que afirmou: “Nós não abandonamos os agregados monetários, eles nos abandonaram” (Blinder, 1998, p. 28).

Nesta mesma linha de argumentação estão as observações de Benjamin Friedman (1988):

Economists hoping to say something useful about monetary policy have had a tougher time. The quantitative relationships connecting income and price movements to the growth of familiar monetary aggregates, including specially the M1 measure of the money stock that had been the chief focus of monetary policy during the 1979-82, utterly fell apart during this period. Moreover, the collapse of these long-standing empirical regularities was not merely a matter of larger than usual quarter-to-quarter or year-to-year variances around longer-run benchmarks that otherwise continued to be reliable. Double-digit M1 growth, sustained on average over fully five years, repeatedly led prominent economists who had relied on these relationships in the past to offer widely publicized warnings of an imminent re-acceleration of prices. Yet the inflation rate fell dramatically, and then remained low. The presumption that ‘inflation is always and everywhere a monetary phenomenon’ became progressively less compelling as a substantive rather than merely tautological description of the determination of prices (Friedman, 1988, pp. 51-52).

O fato é que desde o final de 1982 a política do Fed tem sido orientada, prioritariamente, para a performance macroeconômica em termos da inflação e do crescimento. O desempenho da economia melhorou desde então até o fim da década de 1980: a taxa de desemprego caiu de 10,5% no fim de 1982, para 5% no início de 1989, e a taxa de inflação caiu da cifra de dois dígitos para apenas 3% na metade dos anos 1980. Contudo, como aponta Lima (2003), tal sucesso na condução da economia pareceu um grande enigma, principalmente para os economistas de orientação monetarista. Isso porque, desde então, a ação do Fed tem se concentrado no controle das taxas de juros de curto prazo. Sendo aparentemente impossível identificar a base teórica sobre a qual tal política monetária era e é realizada, a constatação, desoladora para muitos monetaristas, é que ela tinha um caráter meramente casuístico. Isto é, de acordo com cada circunstância, visando-se um

certo objetivo, tomava-se uma determinada decisão. Nesse sentido, a política monetária parecia carecer de suporte teórico.⁷

Como não poderia deixar de ser, tais acontecimentos provocaram desconforto em certas searas do *mainstream* (ver Lima, 2003). Isso porque não era suficiente apenas dizer, a partir do malogro monetarista, que houve uma volta à política monetária dos anos 1950. Por outro lado, o sucesso da política, tal como aplicada nas principais economias capitalistas a partir da década de 1980, tornou quase compulsória a reflexão sobre o assunto, o que resultou numa importante literatura sobre o tema. Tal literatura parte da constatação de que a política monetária desde então praticada pela maior parte dos bancos centrais, o que inclui obviamente o Fed, não tem uma meta quantitativa de oferta monetária ou de reservas. O que visa é um certo controle sobre as taxas de inflação, e/ou do crescimento da renda, e/ou do desemprego, tendo a taxa de juros de curto prazo como meta operacional. O que fariam, em geral, os bancos centrais, é “reagir” a variações da inflação, do desemprego ou do produto. Tal “função de reação” poderia ser descrita, ou apresentada – e, de fato, foi – como uma regra que define a taxa de juros a ser perseguida pela autoridade monetária. No caso do Fed, como já vimos, seria a taxa dos *federal funds*.

Um exemplo de tal regra, que se tornou também a mais conhecida, é a chamada Regra de Taylor. O economista John Taylor, observando o comportamento histórico do Fed, traduziu em regra explícita e apresentou em trabalho no início da década de 1990 um padrão de comportamento para as autoridades monetárias dos Estados Unidos (ver Taylor, 1993). Para determinar qual a taxa de juros nominal a ser perseguida, o Fed (assim como outros bancos centrais) levaria em consideração o chamado hiato do produto (isto é, a diferença do produto efetivo em relação a seu valor potencial), o desvio da taxa de inflação atual em relação a uma determinada meta e uma suposta taxa de juro real de longo prazo que corresponderia a um certo valor de equilíbrio, ou de “neutralidade”. Em termos formais, estas relações podem ser escritas como:

$$\dot{i}_t = \dot{i}^* + a(\pi_t - \pi^*) - b(u_t - u_n)$$

(7) “Notwithstanding the Federal Reserve’s continuing formulation of money growth targets that it reports to Congress, as current law requires, and even notwithstanding the relatively high success rate in meeting the target for M2, it seems clear enough that the Federal Reserve System since mid-1982 has centered its monetary policy actions primarily around controlling short-term nominal interest rates. ... More to the point, they have apparently proceeded in the absence of any well-articulated conceptual framework linking the interest rate as the chief policy instrument to the main macroeconomic policy objectives, or linking the associated large and diverse information base to either the policy instrument or the policy objectives.” (Friedman, 1988, p. 70).

Nesta expressão i^* é a taxa de juros de equilíbrio, π_t a taxa corrente de inflação, π^* a meta para a inflação, u_t a taxa corrente de desemprego e u_n a taxa natural de desemprego.

Assim, a taxa de juros de curto prazo, i_t , deveria ser sempre ajustada de modo a reagir às diferenças entre os desempenhos efetivo e desejado no tocante à estabilidade de preços e pleno emprego. Por exemplo, supondo-se inflação igual à meta e taxa de desemprego igual à taxa natural, a taxa de juros deveria ser ajustada ao nível da taxa de equilíbrio de longo prazo, i^* . Se a inflação observada encontrar-se acima da meta de inflação e/ou o PIB efetivo estiver maior que o potencial (ou “natural”), é necessário elevar a taxa de juros de curto prazo i_t . A magnitude de tal elevação fica na dependência dos coeficientes a e b , que expressam a maior ou menor preocupação do Banco Central, respectivamente, em relação à inflação e ao desemprego.

O que uma regra do tipo da de Taylor apresenta são as hipóteses acerca do comportamento da economia que norteiam a ação da autoridade monetária quando essa define a taxa de juros de curto prazo e, ademais, os parâmetros que usa para definir esta taxa. Cabe ressaltar que, de acordo com essa visão do *mainstream*, a taxa de juros que emerge como “adequada” não o é para alterar o crescimento real da economia no longo prazo, posto que não teria poderes para tanto. O papel precípua da política monetária seria o de tão somente buscar uma inflação baixa. Mas isto não implica que não deva, ou não possa, estabilizar o produto e o emprego no curto prazo, ou que os efeitos provenientes da busca da estabilização de preços sobre as chamadas variáveis reais sejam ignorados pelo *mainstream*.

Como aponta Lima (2003), a adoção de uma regra do tipo da de Taylor não explicita qual é a taxa inflacionária adequada em um certo contexto e/ou para um determinado período, e muito menos constitui justificativa para adoção de uma política de metas inflacionárias. O que podemos afirmar é que, até agora, o Fed define sua taxa-meta de juros de curto prazo com base numa “função de reação” do tipo Taylor, mas que não se compromete com o cumprimento de qualquer meta nominal para crescimento do produto, ou do emprego, ou mesmo da inflação.

Mas por que não o faria? Moore (1988) oferece uma possível resposta. Os bancos centrais relutariam em aceitar responsabilidades por resultados sobre os quais eles sabem que têm, na melhor das hipóteses, uma influência bastante limitada. Em suas próprias palavras, “*The emperor can hardly be expected to announce in public that he has no clothes!*” (Moore, 1988, p. 137). Afirma ainda que os bancos centrais relutariam em tornar públicas suas decisões e procedimentos

basicamente por questões de natureza política, posto que a não transparência de seus procedimentos e objetivos encobriria sua responsabilidade por ações, digamos, impopulares. Em circunstâncias de menor transparência de suas ações e objetivos, o banco central não poderia ser claramente cobrado e responsabilizado por resultados quer sobre a inflação, quer sobre o produto e o emprego.

• **Os anos 1990 e os primeiros anos do século XXI**

Nos anos 1990, uma interessante experiência de política econômica teve lugar nos EUA. A adoção de um *mix* adequado de política fiscal e monetária possibilitou que a economia entrasse em uma rota de crescimento com baixa inflação e equilíbrio fiscal. Um ingrediente fundamental foi a adoção de uma política monetária acomodatória, que contrabalançou a execução de uma política fiscal contracionista. Tal episódio ficou conhecido como a combinação de políticas Clinton-Greenspan. Esta experiência dos anos 1990 confirma a relevância e a importância da ação discricionária do banco central.

Ao final de 1992, o principal problema que se colocava no debate econômico nos EUA sobre as estratégias macroeconômicas que deveriam ser adotadas era o de como reduzir o déficit orçamentário sem aprofundar a recessão que já havia se instalado em 1990 e que não dava mostras de ter sido superada.

Com Clinton já eleito, o Fed deu sinais de que, se a nova administração implementasse uma política de redução do déficit, estaria disposto a executar uma política monetária expansionista de forma a contrabalançar as inevitáveis conseqüências adversas da contração fiscal sobre a atividade econômica. A partir deste compromisso subentendido, em fevereiro de 1993 a administração Clinton enviou ao Congresso um programa de diminuição paulatina do déficit. Em paralelo a isto, o Fed começava a implementar sua política mais acomodatória. A taxa de juros, que em 1991 situava-se em 7,3% e em 1992 em 5,5%, caiu para 3,7% e 3,3% em 1993 e 1994, respectivamente. A conseqüência dessa combinação correta de políticas (contração fiscal *cum* expansão monetária) foi um crescimento contínuo do produto ao longo da década de 1990 e a geração de um superávit fiscal de 0,8% do PIB em 1998. Tal *mix* de políticas acabou por se constituir em um marco importante na história da política econômica dos EUA.

A saída da recessão e a forte recuperação da economia americana a partir de 1992-93 podem ser atribuídas, portanto, a uma política monetária compensatória. O traço mais evidente desta política era (e é) a capacidade de ação rápida e imediata que as autoridades monetárias possuem para responder a conjunturas econômicas

adversas. E isto só pode acontecer naquelas situações em que prevalece uma atuação orientada por discricção inteligente e habilidosa. Por causa disto, a experiência americana de política monetária nos anos 1990 permite afirmar que este período pode ser caracterizado como um exemplo de política discricionária bem sucedida.

Esta maior flexibilidade na condução da política econômica também permitiu um desempenho menos adverso do produto nos EUA no início da presente década (Blanchard, 2003, cap. 25; ver também Mankiw, 2002). Tal política foi bem sucedida mesmo sem o Fed ter adotado uma meta explícita de inflação ou uma regra explícita de taxa de juros, à la regra de Taylor (ver Greenspan, 2004). Na prática, a condução da política monetária por parte do BC americano foi convincente o suficiente para fazer crer aos agentes operando nos mercados financeiros que as autoridades monetárias possuíam um compromisso forte com inflação baixa – e esta, de fato, continuou baixa. Em outras palavras, uma maior flexibilidade na condução da política monetária (ou o exercício efetivo do poder discricionário por parte do BC) não implica necessariamente o sacrifício da credibilidade.

Durante os anos 1990, o Fed utilizou a taxa de juros de curto prazo para estabilizar a atividade econômica sempre que julgou necessário. A queda expressiva da taxa de juros básica no início da década de 1990 foi um fator fundamental para explicar por que a recessão do início da década não foi mais persistente e profunda. Da mesma forma, o período 2000-2002, marcado pelo estouro da bolha na bolsa de valores e pelos ataques às torres gêmeas em NY, que afetaram de forma adversa a atividade econômica, guarda alguma semelhança com o ocorrido no início dos anos 1990, do ponto de vista da execução da política monetária. Em 2001, houve um corte expressivo da taxa básica de juros, que chegou no final do ano a 2%. Tal política contribuiu, mais uma vez, para mitigar as pressões deflacionistas sobre a economia. Este experimento evidencia novamente que, ao ter se preocupado, nessa conjuntura particular, *prioritariamente* com a estabilização da atividade econômica (e em menor grau com a trajetória da inflação), o Fed usou seu poder discricionário para evitar o aprofundamento da desaceleração econômica.

Tudo isto nos leva a uma conclusão fundamental. Nas últimas duas décadas, a política monetária nos EUA tem se pautado pelo exercício da discricção. E, olhando à distância, é forçoso reconhecer que sua condução foi, em geral, bem-sucedida. Não só a inflação tem sido baixa, mas também a política monetária tem sido fundamental para estabilizar o produto e amortecer o ciclo econômico. É

altamente improvável que tais resultados teriam sido alcançados se regras monetárias rigorosas tivessem pautado a ação das autoridades monetárias daquele país, ou mesmo se o grau de discricionariedade tivesse sido restringido.

Em suma, as razões para a notável performance da economia americana nos anos 1990 podem ser buscadas em várias frentes. Mas, sem sombra de dúvida, um fator relevante foi a gestão macroeconômica do período, que teve em uma política monetária discricionária seu ponto de apoio crucial.⁸

3 A condução da política monetária nos EUA: a trajetória recente (2004-2005)

Tradicionalmente, o *Chairman* do Fed comparece ao Congresso dos EUA duas vezes por ano e, nessas ocasiões, apresenta o *Federal Reserve's Monetary Policy Report*. O relatório que foi submetido ao Congresso em 16 de fevereiro de 2005 trouxe uma pequena, mas talvez importante novidade, na seção destinada às projeções.⁹ À diferença do que vinha sendo tradicionalmente apresentado nos relatórios de início de ano, a seção *Economic Projections* do referido documento trouxe projeções de crescimento do produto, da taxa de desemprego e da taxa de inflação não só para o ano de 2005, mas também para o ano seguinte. Uma nota de rodapé qualifica tal mudança da seguinte forma: “*As a further step to enhance monetary policy communications, Federal Reserve policymakers will now provide economic projections for two years, rather than one, in the February Monetary Policy Report*”.

Alguns analistas interpretaram tal modificação como um passo adicional no sentido de se estabelecer um sistema formal de metas de inflação. Houve mesmo quem interpretasse tal feito como sendo uma adoção, na prática, de um regime de metas. Mas há sentido em tais interpretações?

Há muito acontece um debate importante nos EUA a respeito da conveniência da adoção de um regime de metas inflacionárias pelo Fed.¹⁰ Para nossos propósitos, vale mencionar aqui a Minuta de uma reunião do FOMC, realizada nos dias 1 e 2 de fevereiro de 2005, que indica o estágio em que se encontra o debate entre os membros do Fed acerca deste tema. Entre outros, são

(8) Para uma discussão mais detalhada do rol de fatores de curto, médio e longo prazo que condicionou a boa performance da economia americana no período, ver a Introdução dos editores em Frankel e Orszag (2002).

(9) Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/fullreport.txt>>.

(10) Ver, por exemplo, os textos do simpósio realizado no Federal Reserve Bank of Kansas City, em agosto de 2003, intitulado *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, disponível em: <<http://www.kansascityfed.org/PUBLICAT/SYMPOS/2003/sym03prg.htm>>.

membros do FOMC acadêmicos de relevo – alguns deles são defensores de longa data da “causa” das metas de inflação (como Ben Bernanke, que em outubro de 2005 foi oficialmente nomeado o sucessor de Alan Greenspan).

A referida minuta do FOMC explicita a divisão de opiniões e, mais que isso, o fato de que, até então, a maioria dos membros do Comitê não foi convencida da necessidade da mudança:

At this meeting the Committee engaged in a broad-ranging discussion of the pros and cons of formulating a numerical definition of the price-stability objective of monetary policy. A staff presentation on the topic included a review of the potential costs and benefits of introducing such a definition as well as of other countries' experiences. In the subsequent discussion, meeting participants uniformly agreed that price stability provided the best environment for maximizing sustainable economic growth in the long run, but expressed a range of views on whether it would be helpful for the Committee to articulate a specific numerical definition for the Federal Reserve's price-stability objective – either a single figure or a range. Those who believed such a move would be on balance beneficial cited, for example, its usefulness as an anchor for long-term inflation expectations, as a vehicle for enhanced clarity of Committee deliberations, and as an additional tool for communications. Several of those who saw greater potential drawbacks were concerned that such a shift might appear to be inconsistent with the Committee's dual mandate of fostering maximum employment as well as price stability or that it might inappropriately bias or constrain policy at times; in any case, with inflation expectations well-contained over recent years, the benefits of announcing a specific inflation objective were not likely to be large. The Committee decided to defer further discussion (Federal Reserve Board, 2005).

Para ilustrar este debate, apresentaremos a seguir os pontos de vista dos principais representantes das duas tendências em conflito. Em particular, gostaríamos de chamar a atenção para as intervenções de Ben Bernanke, um importante teórico do regime de metas de inflação,¹¹ que ao final de janeiro de 2006 assumiu o posto de *chairman* do Fed, e para as de Alan Greenspan, que esteve à frente do Fed por quase 20 anos. Este último, a despeito das críticas que se possam fazer ao seu papel enquanto “Maestro”,¹² fez intervenções importantes sobre o assunto (regras x discrição, adoção ou não do regime de metas de inflação) do alto de sua larga experiência de condução da política monetária nos EUA. É mais um daqueles casos em que não se deve jogar fora a criança junto com a água do banho.

(11) Ver a respeito, por exemplo, trabalhos do autor antes de tornar-se membro do *Board of Governors* do Fed. Entre eles, Bernanke et al. (1999) e Bernanke (2000).

(12) Ver, por exemplo, críticas tão distintas quanto as de Mankiw (2002); Krugman (2004) e Palley (2005).

A seguinte afirmação capta a essência do pensamento de Bernanke sobre o tema, em que o foco recai sobre a importância da transparência e da “comunicação clara” do banco central com os agentes econômicos:

The practice of monetary policy has changed significantly over the past fifteen years or so, both in the United States and abroad. We see today a worldwide trend toward greater clarity, transparency, and specificity in central bank communication with the public. These changes are important for reasons of governance and democratic accountability as well as for promoting the exchange of ideas between those inside and those outside central banks. Significantly, ... monetary policy is more effective when the policy committee provides the public guidance on its outlook, objectives, and plans.

Reasonable people differ on how the FOMC statement should evolve from its present form. My own view is that we are approaching the limits of purely qualitative communication and should consider the inclusion of quantitative information presented in a clearly specified framework. ... For example, like policymakers at many other central banks, the FOMC could specify its long-term inflation objective and include explicit economic forecasts, conditioned on alternative assumptions, in its statements or in regular reports. ...

That being said, the increases in the transparency of the FOMC and the Federal Reserve System during the past decade have really been quite impressive, to the credit of those who have served the institution during that period. Experience has shown that this greater transparency has had many palpable benefits, including more effective monetary policy and better macroeconomic outcomes (Bernanke, 2004, p. 7).

É importante observar que esta não é uma opinião isolada. Pronunciamentos recentes de outros membros do FOMC dão conta de que há mais adeptos do regime de metas no Federal Reserve.¹³

Contudo, há, obviamente, aqueles que são contrários à adoção do regime de metas – entre eles, o então *chairman* do Fed Alan Greenspan.¹⁴ O argumento básico é que a inflação relativamente baixa experimentada pelos países que até agora adotaram sistema de metas não pode ser atribuída, necessariamente, ao sistema de metas. Por isso, afirmam não haver evidências significativas que justifiquem a mudança.

Em várias ocasiões, Greenspan já se pronunciou claramente a esse respeito. Além de mostrar-se bastante cético quanto à eficácia do regime de metas, chamou

(13) Entre estes estariam, por exemplo, Anthony Santomero, presidente do Fed da Filadélfia, Gary Stern, presidente do Fed de Minneapolis e Janet Yellen, do Fed de São Francisco.

(14) Além de Greenspan, entre os que adotam este ponto de vista estariam Sandra Pianalto, presidente do Fed de Cleveland, e Donald Kohn, membro do *Board of Governors*.

também a atenção para um outro ponto que merece destaque. Segundo ele, regras são, por sua natureza, simples. Mas a realidade econômica é marcada por complexidade e mudança. Nas situações em que o ambiente econômico é caracterizado por riscos elevados e não-quantificáveis (“*representing Knightian uncertainty*”¹⁵), as regras não podem substituir uma “abordagem (ou paradigma) de gestão de riscos” (*risk management approach*) na condução da política econômica, que se revela muito mais adequada para o *policymaker* em ambientes econômicos marcados por choques frequentes e por uma gama elevada de interações complexas entre os agentes econômicos (Greenspan, 2003; 2004; 2005b). Segundo Greenspan:

Some critics have argued that such an approach to policy is too undisciplined – judgmental, discretionary, and difficult to explain. The Federal Reserve should, some conclude, attempt to be more formal in its operations by tying its actions solely to the prescriptions of a formal policy rule. That any approach along these lines would lead to an improvement in economic performance, however, is highly doubtful. Our economic problem is not the complexity of our models but the far greater complexity of a world economy whose underlying linkages appear to be in a continual state of flux (Greenspan, 2003, p. 5-6).

Em suma, a política monetária baseada em um paradigma de gestão de riscos mostrou-se o regime mais adequado para a condução das políticas no mundo moderno. Tanto um regime de metas de inflação quanto uma regra como a de Taylor enfrentam limitações sérias quando confrontados com a realidade que cerca o processo de formulação de política econômica. Tal conclusão decorre dos elos financeiros e econômicos crescentemente intrincados e complexos que caracterizam uma economia global.

Observações finais

Em vista do discutido acima, é forçoso afirmar que estão equivocados aqueles que prontamente apontaram o “passo adicional para fortalecer a comunicação da política monetária” como uma adoção, na prática, de um regime de metas de inflação. Não houve uma adoção de fato do regime de metas porque um de

(15) Cf. Greenspan (2003, p. 5). Em uma outra ocasião, Greenspan (2004) abordou o conceito de incerteza da seguinte forma: “*The Federal Reserve’s experiences over the past two decades make it clear that uncertainty is not just a pervasive feature of the monetary policy landscape; it is the defining characteristic of that landscape. The term ‘uncertainty’ is meant here to encompass both ‘Knightian uncertainty’, in which the probability distribution of outcomes is unknown, and ‘risk’, in which uncertainty of outcomes is delimited by a known probability distribution. In practice, one is never quite sure what type of uncertainty one is dealing with in real time, and it may be best to think of a continuum ranging from well-defined risks to the truly unknown*” (Greenspan, 2004, p. 36-37). Uma agenda de pesquisa interessante e prolífica seria investigar essas “encarnações keynesianas” recentes de Alan Greenspan.

seus pressupostos, que é o anúncio público – claro e explícito – de uma meta quantitativa de inflação a ser perseguida em um determinado período, não foi cumprido.

A propósito disto, é importante observar que Greenspan termina seu testemunho ao Congresso, em 16 de fevereiro de 2005, afirmando que o Federal Reserve perseguirá seu *objetivo duplo* de estabilidade de preços e máximo emprego sustentável, tal como estabelecido por lei (Greenspan, 2005a). E, sustentando uma posição semelhante àquela que Basil Moore entendia que fosse e, talvez mais, que devesse mesmo ser a dos bancos centrais, não assume nenhum compromisso explícito em atingir qualquer meta quantitativa de inflação. Na medida em que tal compromisso não foi assumido, também não foram obviamente estabelecidas as formas explícitas pelas quais o Fed possa ser cobrado no caso de não cumpri-lo. Como observado anteriormente, para os defensores do regime de metas de inflação, é este o expediente que contribuiria decisivamente para o sucesso da política.

Uma adoção de direito do regime de metas implicaria modificação nas atribuições legais do Fed, que precisaria ser submetida ao Congresso. Ao Fed cabe, por lei, perseguir não só a estabilidade de preços, mas também o máximo nível de emprego sustentável. É o que se convencionou chamar de “*dual mandate*”. O que o Fed tem explicitado em seus documentos, com a aceitação do Congresso, é que ao garantir a estabilidade de preços estaria dando sua melhor contribuição para que seja alcançado o maior nível de emprego no longo prazo.

Mas como, afinal, podemos interpretar a mudança ocorrida na comunicação oficial do Fed? Podemos interpretá-la como um passo adicional na comunicação feita entre as autoridades e o mercado, provendo maior transparência e melhor sinalizando as intenções do Fed, com o intuito de influenciar na formação de expectativas dos agentes com relação à inflação futura, induzindo sua convergência em direção às próprias expectativas explicitadas pelo Fed e minimizando o assim chamado custo da estabilidade.

É uma iniciativa coerente com o espírito dos tempos, em que a estabilidade de preços é vista como condição, além de necessária, quase que suficiente para se atingir um crescimento econômico sustentado no longo prazo. Coerente, também, com esse mesmo espírito dos tempos, em que uma maior disponibilidade de informações (o que contribuiria para arrefecer as inevitáveis assimetrias informacionais que se instalam nos mercados) e transparência por parte dos bancos centrais são considerados elementos essenciais para que os agentes econômicos construam os melhores cálculos prospectivos possíveis e tomem decisões

“eficientes”, o que faria a economia convergir para um estado de equilíbrio ótimo. Tal política de comunicação clara e límpida das autoridades monetárias com o público, provendo informação freqüente acerca de seus objetivos, estratégias e avaliações conjunturais do estado da economia, teria como consequência uma melhoria da eficácia da política monetária e uma performance melhor da economia.

Contudo, e isso é essencial, a autoridade monetária norte-americana permanece atenta ao fato de que, por deter tamanho poder, a ela cabe a responsabilidade, em última instância, de tomar decisões cruciais numa economia caracterizada por incerteza e complexidade que nenhum modelo econômico é capaz de dar conta.

Mas, como afirmou Keynes (1937), a despeito da incerteza os agentes precisam tomar decisões e agir. E a ação em condições de incerteza “fundamental” ou “genuína” implica em recorrer a certas práticas sociais mútua e tacitamente acordadas, como convenções. A experiência de condução da política monetária na era Greenspan sugere que uma convenção importante no que diz respeito ao processo de política econômica é a possibilidade de ações rápidas por parte da autoridade monetária para debelar ou minimizar crises. Isto só pode se viabilizar quando a discrição é um componente importante da ação dos banqueiros centrais.

O Fed construiu uma reputação antiinflacionária sem ter implementado o regime de metas de inflação. Foi exatamente esta credibilidade que possibilitou maior flexibilidade ao mesmo para responder a perturbações de curto prazo na produção e no emprego sem desestabilizar as expectativas inflacionárias. Assim, é o caso de se indagar qual seria o benefício de se reduzir esta flexibilidade de resposta através da adoção de metas quantitativas explícitas para a inflação.

A discussão, como vimos, está posta, permanece e pode, com a saída de Alan Greenspan, ganhar mais força. Mas, até agora, em linha com o que poderíamos denominar um “padrão Greenspan”, o Federal Reserve não amarrrou as próprias mãos em uma camisa de força.

Bibliografia

ARESTIS, P.; SAWYER, M. *Re-examining monetary and fiscal policy for the 21st century*. Cheltenham, UK: E. Elgar, 2004.

BALL, L.; SHERIDAN, N. *Does inflation targeting matter?* Washington, DC: IMF, Jun. 2003. (Working Paper, WP/03/129).

- BELLUZZO, L. G.; CARNEIRO, R. A insustentável leveza do crescimento. *Política Econômica em Foco*, Campinas, Cecon/IE/Unicamp, n. 4, 2004.
- BERNANKE, B. A perspective on inflation targeting. *The Federal Reserve Board*, Remarks at the Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists, Washington, DC., Mar. 25th, 2003. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030325/default.htm>>.
- _____. Central Bank Talk and Monetary Policy. *The Federal Reserve Board*, Remarks at the Japan Society Corporate Luncheon, New York, NY, Oct. 7th, 2004. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200410072/default.htm>>
- _____; LAUBACH, T.; MISHKIN, F. S.; POSEN, A. *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999.
- BLANCHARD, O. *Macroeconomics*. 3. ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall, 2003.
- BLINDER, A. S. *Central Banking in theory and practice*. Cambridge, MA: MIT Press, 1998.
- FEDERAL RESERVE BOARD. *Minutes of the Federal Open Market Committee*. Feb. 1-2, 2005. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20050202.htm>>
- FEDERAL RESERVE'S MONETARY POLICY REPORT. *Federal Reserve Board*. Feb. 16th, 2005. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/fullreport.txt>>.
- FRANKEL, J.; ORSZAG, P. (Ed.). *American economic policy in the 1990s*. Cambridge, MA: MIT Press, 2002.
- FRIEDMAN, B. Lessons on monetary policy from the 1980s. *Journal of Economic Perspectives*, v. 2, n. 3, 1988.
- GREENSPAN, A. Opening remarks. In: FEDERAL Reserve Bank of Kansas City, Symposium on Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, Aug. 28-30, 2003. Disponível em: <<http://www.kansascityfed.org/PUBLICAT/SYMPOS/2003/pdf/Greenspan>>.
- _____. Risk and uncertainty in monetary policy. *American Economic Review*, v. 94, n. 2, May 2004.
- _____. Testimony of chairman Alan Greenspan. *Federal Reserve Board*, Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, Feb. 16th, 2005a. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm>>.
- _____. Reflections on Central Banking. Jackson Hole Conference, *BIS Review*, 56, Sept. 2005b.
- KRUGMAN, P. The maestro slips out of tune. *The New York Times*, Jun. 6th, 2004.

- LIMA, L. A. *A política monetária recente: aspectos teóricos*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2003. (Texto para Discussão, n. 128).
- MANKIW, N. G. U. S. Monetary policy during the 1990s. In: FRANKEL, J.; ORSZAG, P. (Ed.). *American Economic Policy in the 1990s*. Cambridge, MA: MIT Press, 2002.
- MEIRELLES, H. Eles querem o calote. *Veja*, 19 jan. 2005.
- MOORE, B. *Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money*. Cambridge, MA: Cambridge University Press, 1988.
- NEUMANN, M. J. M.; von HAGEN, J. Does inflation targeting matter? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 84, n. 4, 2002.
- PALLEY, T. The questionable legacy of Alan Greenspan. *Challenge*, v. 48, n. 6, Nov./Dec. 2005.
- TAYLOR, J. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 39, n. 4, 1993.
- WU, T. *Does inflation targeting reduce inflation? An analysis for the OECD industrial countries*. Banco Central do Brasil, maio 2004. (Working Paper Series, n. 83).