

Metas de inflação: lições da era Greenspan

SIMONE SILVA DE DEOS
ROGÉRIO P. DE ANDRADE*

Inflation targets: lessons from the Greenspan era. This paper approaches the experience of monetary policy in the Greenspan period and suggests what lessons could be learnt. The adoption of inflation targeting would denote a step backward in the policymaking process in the USA, for, since the 1980s, a distinctive feature is flexibility of response to adjust to unexpected events and changing environments. The Fed was able to exercise an informed judgement in critical situations and this opens the case for the importance of not restraining policymakers' actions through the adoption of tight rules. Furthermore, that the various experiences with inflation targeting are indisputably huge successes, and that this framework represents the state of the art (therefore nothing else can alternatively be done), remains to be seen.

Keywords: inflation targeting; monetary policy; central banking.

JEL Classification: E52; E58.

INTRODUÇÃO

O debate acerca do processo de elaboração da política econômica tem na condução da política monetária um de seus pontos de maior interesse. Desde o início dos anos 90, as atenções têm se voltado para uma forma específica de condução da política monetária, a saber, aquela baseada no regime de metas de inflação.

Não seria exagero afirmar que emergiu, nos dias de hoje, um consenso em relação às supostas virtudes do regime de metas de inflação. Tal consenso poderia ser resumido com base nas seguintes afirmações: 1) é a melhor alternativa para a condução da política monetária, 2) é o que de mais avançado existe no campo da

* Professores do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. E-mails: simonedd@uol.com.br e roger.andrade@uol.com.br. Submetido: Abril 2006; Aprovado: Maio 2008.

ciência econômica, 3) tem se mostrado uma experiência comprovadamente eficaz nos países que o adotaram.

A resposta a essa última afirmação é mais simples e pode ser dada desde já: a literatura econômica 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, pp. 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 90 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 disso¹.

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 do estudo de um caso concreto. Assim, poderíamos indagar: sob que forma é conduzida a política monetária nos países avançados? Se fosse correta a afirmação anterior, os países avançados ou bem teriam metas de inflação, ou ao menos para lá estariam rumando. Seria 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?

Tal indagação poderia ser respondida da seguinte forma: 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 quantitativa 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 institui-

¹ Para um estudo que salienta os resultados favoráveis da adoção das metas inflacionárias, ver Wu (2004).

ção virá a adotar, num futuro muito próximo, um sistema de metas inflacionárias. Se este processo está de fato ou não acontecendo, e se ele 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 segunda seção faremos uma discussão sucinta do regime de metas inflacionárias. A terceira seção recupera a condução da política monetária nos EUA entre meados da década de 1970 e o início da atual década. A quarta seção mapeia a trajetória recente (2004-2005) da política monetária e as posições favoráveis e contrárias à adoção do regime de metas de inflação. Nossos comentários finais estão expostos na quinta seção.

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 a tese convencional (neoclássica) 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 – 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 “discrção 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 anti-inflacionária.

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 afirma-

mos 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 façam².

A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NOS EUA: UMA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Os anos 70-80

Ao longo da década de 70 e início dos anos 80, 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 70, de outro, verificou-se uma grave recessão no período 1981-1982. Diante disto, a política monetária mo-

² Uma discussão complementar a esta é aquela que problematiza a institucionalidade específica em torno de um determinado *framework* de metas de inflação. Contudo, chamamos atenção aqui para o fato de que, no presente artigo, enfocamos nossa crítica não na *gestão* ou na “*estrutura de governança*” da política monetária, mas, sim, no *regime* de política econômica (conforme a distinção sugerida por Carvalho, 2005). O regime de política econômica caracterizar-se-ia por um “conjunto de regras, metas e instrumentos de que se vale o governo para intervir na economia”, ou, em outras palavras, “o desenho e a estratégia de política econômica” (Carvalho, 2005), do qual o sistema de metas de inflação poderia ser um dos ingredientes. A questão da gestão ou da estrutura de governança insere-se no âmbito da administração de um *dado regime* já estabelecido, que norteia, previamente, a condução da política econômica. Nestes termos, seria possível tecer comentários acerca, por exemplo, do grau de “conservadorismo” ou da “competência” (ou incompetência) dos gestores de um determinado regime de política monetária. Para uma discussão acerca da governança da política monetária no Brasil, ver, por exemplo, Oreiro e Passos (2005).

dificou-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 80 – a mais grave desde a década de 30! Foi isso que fez o Fed abandonar a orientação monetarista³. 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 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

³ Blinder (1998, p. 29) afirma que, 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 Fed teria usado a retórica monetarista para proteger-se e poder, então, promover fortes elevações da taxa de juros.

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 80: 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 80. 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 a um certo objetivo, tomava-se uma determinada decisão. Nesse sentido, a política monetária parecia carecer de suporte teórico⁴.

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 50. 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 des-

⁴ “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).

de 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 90 um padrão de comportamento para as autoridades monetárias dos Estados Unidos⁵. 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:

$$i_t = i^* + a (\pi_t - \pi^*) - b (u_t - u_n)$$

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 desemprego⁶.

⁵ Ver Taylor (1993).

⁶ Um aspecto observado no comportamento dos bancos centrais na condução da política monetária é o ajuste gradual da taxa de juros, fenômeno conhecido como suavização da taxa de juros (*interest rate smoothing*). Ela decorreria de uma inércia nas taxas de juros de curto prazo. Dessa forma, ter-se-ia dois conceitos de taxas de juros de curto prazo para a operacionalização da política monetária: a taxa de juros de curto prazo desejada pelo BC, determinada pela Regra de Taylor, e a taxa de juros efetiva, que depende de sua própria história recente (ver, por exemplo, Barbosa, 2004). Agradecemos a um parecerista anônimo por mencionar este ponto.

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 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 90 e os primeiros anos do século XXI

Nos anos 90, 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 90 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 consequências 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 consequência dessa combinação de políticas (contração fiscal *cum* expansão monetária) foi um crescimento contínuo do produto ao longo da década de 90 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 1992-1993 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 habilidosa. Por causa disto, a experiência americana de política monetária nos anos 90 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 90, 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 90 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 90, 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 eco-

nômica (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 discricionariiedade tivesse sido restringido.

Em suma, as razões para a notável performance da economia americana nos anos 90 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 crucial⁷.

Alguns comentários sobre o “mito” da contração fiscal expansionista⁸

O objetivo deste item é abordar a importância ou não de uma suposta “contração fiscal expansionista” para a performance macroeconômica favorável observada ao longo da década de 90, que seria complementar a, e tão importante quanto, a adoção de uma política monetária expansionista durante o período.

Segundo a hipótese da contração fiscal expansionista, uma contração fiscal pode gerar – ao contrário do que propõe a visão keynesiana tradicional, que prevê uma queda da demanda agregada – um impacto expansionista sobre a atividade econômica, dependendo de como os agentes interpretam as características e antecipam os impactos do ajuste fiscal implementado. A literatura acerca desta ideia forneceu, portanto, argumentos tanto teóricos quanto empíricos para possíveis efeitos “não-keynesianos”, ou “antikeynesianos”, da política fiscal⁹.

⁷ Para uma discussão mais detalhada do rol de fatores de curto, médio e longo prazos que condicionou a boa performance da economia americana no período, ver a Introdução dos editores em Frankel e Orszag (2002).

⁸ Agradecemos a um parecerista anônimo desta revista por ter sugerido que este tema fosse abordado em nossa discussão.

⁹ Para uma exposição desta ideia, ver o trabalho empírico seminal de Giavazzi e Pagano (1990) que deu início à pesquisa sobre o tema. Blinder (1997, pp. 242-243) oferece uma interpretação de como, sob condições ideais e enquanto uma “possibilidade teórica”, “a *credible* change in fiscal policy that promises lower *future* budget deficits can stimulate the economy by producing lower long-term real interest rates today” e admite (ressabiado, diga-se de passagem) que a hipótese da contração fiscal expansionista havia penetrado o “core of practical macroeconomics that we should all believe”. Blinder & Yellen (2001, pp. 21-24, p. 84) apesar de expressarem simpatia (comedida) à hipótese da contração fiscal expansionista em seu livro sobre o que denominaram de “*the fabulous decade*”, não deixaram de chamar a atenção para aspectos problemáticos seus: “As Robert Solow remind us, those who promote the idea that, say, cutting government spending can be expansionary never suggest raising government spending to calm an overheating economy” (Blinder & Yellen, 2001, p. 97, n. 3).

A abordagem que defendemos conclui, ao contrário, o seguinte: 1) o ajuste fiscal não reduziu diretamente a taxa de juros, 2) a queda da taxa de juros não aumentou diretamente o investimento (ver Serrano e Braga, 2006). Em outras palavras, a causa principal da retomada e do prolongado período de crescimento nos anos 90 deve ser buscada não na credibilidade do ajuste fiscal, mas, sim, na política monetária expansionista do período.

Serrano e Braga (2006, p. 219) fornecem evidências de que, para a economia norte-americana, não há relação empírica sistemática direta entre déficit público e taxa de juros de longo prazo (nominal ou real). Observam ainda que, para um período mais recente, no início deste século, quando o superávit público estava caindo, até se transformar em déficit, a taxa de juros de longo prazo continuou a cair em vez de aumentar. Nesta mesma linha de argumentação, Barba (2006) chama a atenção para o seguinte fato:

during the 1980s increasing budget deficits were accompanied by a steady decline of the interest rate in the United States. A similar phenomenon happened in Japan during the 1990s, and when we look at the U.S. experience from 1997 onwards, we see that the data display a strong *negative* correlation between interest rates and budget deficits (Barba, 2006, p. 95)¹⁰.

No que diz respeito à sensibilidade (ou não, isto é, o chamado “pessimismo das elasticidades”) do investimento à taxa de juros, Serrano e Braga apresentam dados para a economia dos EUA que mostram que não há relação empírica sistemática entre taxa de juros real de longo prazo e taxa de investimento produtivo privado (Serrano e Braga, 2006, p. 226). No mesmo sentido, Blinder (1997, p. 240) afirma que “the empirical evidence on the sensitivity of the investment to interest rates is, at best, equivocal”.

A redução da taxa de juros e a expansão continuada da oferta de crédito ao longo da década de 90 decorreram de decisões de política monetária voltadas para o objetivo de manter um ritmo favorável de atividade econômica. A política monetária expansionista, ao propiciar um aumento dos gastos do setor privado, mais do que compensou os impactos recessivos da política fiscal contractionista, o que contribuiu ainda para o *boom* observado no mercado de ações. Neste processo,

¹⁰ Sobre este ponto, ver também Kliesen (2002, p. 1): “Empirically, the linkage between budget deficits/surpluses and interest rates is weak, as a series of papers published in the 1980s showed. However, most large macroeconomic forecasting models presume that larger deficits lead to higher interest rates. (...) The figure provides some countervailing evidence against the view that real interest rates move inversely to large changes in the federal government’s projected budget balance. (...) The evidence presented here suggests that changes in the economy’s *expected* growth rate greatly affect both projected surpluses and real interest rates. When economic growth is expected to be strong, particularly labor productivity and investment, the return to capital (the real rate of interest) is thus high, as is the growth of taxable incomes (and hence tax receipts). When growth slows, the opposite tends to occur. Large budget deficits or surpluses may affect interest rates, but other factors appear to be more important”.

houve a preocupação em não estourar a bolha especulativa da Bolsa de Valores, em virtude dos impactos adversos que poderia acarretar sobre as decisões de gasto dos agentes.

A retomada do crescimento econômico reduziu a taxa de desemprego abaixo de 6%. Este valor mítico da taxa de desemprego havia se tornado a convenção vigente à época acerca da taxa de desemprego adequada (de “equilíbrio”) abaixo da qual a taxa de inflação começaria, natural e automaticamente, a aumentar (a Nairu). Em 2000, a taxa de desemprego chegou a 4%, mas, a despeito das opiniões de que este “sobreaquecimento” da economia faria a inflação aumentar inevitavelmente, o Fed “não mudou o viés da política monetária” (Serrano e Braga, 2006, p. 236).

A sustentação do crescimento econômico decorreu de uma conjuntura favorável em que não se observou o aumento da inflação, mesmo com uma atividade econômica aquecida. A inflação manteve-se baixa e sob controle em virtude de estarem ausentes as pressões costumeiras sobre os custos das firmas. Em particular, deve-se mencionar o comportamento favorável do preço do petróleo e das *commodities* (o que consubstanciou um choque de oferta benigno), bem como uma trajetória de estagnação dos salários nominais. Esta última decorreu do poder de barganha mais enfraquecido dos sindicatos (paradoxalmente, mesmo em um ambiente de melhor nível de atividade e consequente queda do desemprego), da maior concorrência por parte das importações mais baratas no mercado de bens e de um maior fluxo de trabalhadores imigrantes de baixa qualificação (conforme Pollin, 2000)¹¹.

Em suma, a explicação para este episódio favorável de crescimento econômico com inflação baixa, desemprego menor e taxas de juros reduzidas deve ser buscada, portanto, em outro lugar.

Assim, supondo ser possível fazer aqui uma análise contrafactual, caso a política monetária estivesse voltada única e exclusivamente para a obtenção de determinadas metas quantitativas de inflação, previamente anunciadas, dificilmente o Fed teria um raio de manobra maior para lidar com choques imprevistos e desfavoráveis sobre a demanda agregada. Se operasse sob um regime de metas de inflação e seguisse a “sabedoria convencional” da época (os anos 90 – “*the roaring nineties*”, para usar o título de um livro de J. Stiglitz, ou “*the fabulous decade*”, no caso do trabalho de Blinder e Yellen), o Fed ver-se-ia obrigado a abortar o crescimento econômico nos momentos em que a taxa de desemprego atingisse valores abaixo de 6%.

A consolidação fiscal foi possível justamente porque a economia norte-americana embarcou em uma trajetória prolongada de taxas mais elevadas de crescimento do produto. Para usar a tipologia das estratégias de consolidação fiscal proposta por Bibow (2004), foi um ajuste fiscal do tipo “*growth-based consolida-*

¹¹ Para uma discussão adicional dos fatores que condicionaram uma trajetória favorável para a inflação nos EUA no período, ver também Blinder & Yellen (2001), cap. 6.

tion”, e não um ajuste de perfil “*thrift-based*”. A consolidação fiscal foi uma consequência da política monetária expansionista; em outras palavras, não foi o aumento da “poupança pública” o determinante do *boom* de investimentos no período, mas, sim, a consolidação de expectativas favoráveis acerca da evolução esperada da demanda agregada¹².

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 (ver FR-MPR, 2005). 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 policy-makers 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 Fed¹³. 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 (ver FR-FOMC, 2005). Entre outros, são membros do FOMC acadêmicos de relevo – alguns deles são defensores de longa

¹² Para evidências adicionais que fazem reparos à hipótese da contração fiscal expansionista, ver Hjelm (2006-2007). Por meio de análise econométrica, este autor concluiu que os resultados macroeconômicos favoráveis observados em vários países, após a adoção de contrações fiscais, decorreram de depreciações cambiais reais prévias a estes ajustes. As depreciações reais atuaram de forma a melhorar consideravelmente o saldo em contacorrente (as exportações líquidas) e, conseqüentemente, através dos canais de transmissão tradicionais, influenciaram positivamente o restante do sistema econômico. Ademais, observa ainda que políticas monetárias expansionistas tiveram papel crucial sobre a performance macroeconômica favorável no grupo de países analisados. Ver também, nesta mesma linha de argumentação, o estudo de caso para a economia norte-americana em Bibow (2004).

¹³ 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>.

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 (FR-FOMC, 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 inflação¹⁴, 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”¹⁵, fez intervenções importantes sobre o assunto (regras x discrição, adoção ou não do regime de metas de inflação) do alto de sua

¹⁴ Ver a respeito os trabalhos do autor antes de tornar-se membro do *Board of Governors* do Fed, em particular Bernanke et al. (1999).

¹⁵ Ver, por exemplo, críticas tão distintas quanto as de Mankiw (2002), Krugman (2004) e Palley (2005).

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.

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 de outros membros do FOMC dão conta de que há mais adeptos do regime de metas de inflação no Federal Reserve¹⁶.

Contudo, há, obviamente, aqueles que são contrários à adoção do regime de metas – entre eles, o então *Chairman* do Fed Alan Greenspan¹⁷. O argumento básico é que a inflação relativamente baixa experimentada pelos países que até agora

¹⁶ 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. A indicação de Frederic Mishkin em 2007 indica um reforço desta posição.

¹⁷ Além de Greenspan, estariam alinhados com esta posição Sandra Pianalto, presidente do Fed de Cleveland, e Donald Kohn, membro do *Board of Governors*.

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 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 nãoquantificáveis (“representing Knightian uncertainty”; Greenspan, 2003, p. 5¹⁸), 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, pp. 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.

¹⁸ Em 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, pp. 36-37). Uma agenda de pesquisa interessante e prolífica seria investigar essas “encarnações keynesianas” recentes (tardias?) de Alan Greenspan.

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 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 disso, 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. Assim, como 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 frequente 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 plenamente.

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 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 sob condições de incerteza é a possibilidade de ações rápidas por parte da autoridade monetária para debelar ou minimizar crises. Isto só pode se viabilizar quando a discricão é um componente importante da ação dos banqueiros centrais.

O Fed construiu uma reputação anti-inflacionária sem ter implementado o regime de metas de inflação. Foi exatamente esta credibilidade que possibilitou maior flexibilidade ao mesmo para responder as 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.

Esta discussão está na ordem do dia e talvez represente o principal tema nos debates acerca de quais são os aspectos institucionais mais apropriados para a condução da política monetária. Com a saída de Alan Greenspan e a entrada de Ben Bernanke este debate intensificou-se. Mas, até agora, em linha com o que poderíamos denominar de um “padrão Greenspan”, o Federal Reserve não amarrou as próprias mãos em uma camisa-de-força.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARESTIS, P. & M. SAWYER (2004) *Re-examining Monetary and Fiscal Policy for the 21st Century*. Cheltenham (UK), E. Elgar.
- BALL, L. & N. SHERIDAN (2003) “Does inflation targeting matter?” *IMF Working Paper*, WP/03/129, June.
- BARBA, A. (2006) “The ebb and flow of fiscal activism”. *Contributions to Political Economy*, 25 (1).
- BARBOSA, F. H. (2004) “A inércia da taxa de juros na política monetária”. *Revista de Economia*, UFPR, 30 (2).
- BERNANKE, B. (2003) “A perspective on inflation targeting”. The Federal Reserve Board, Remarks at the Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists, Washington, D. C., March 25, 2003. Disponível em [<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030325/default.htm>]
- _____. (2004) “Central Bank talk and monetary policy”. The Federal Reserve Board, Remarks at the

- Japan Society Corporate Luncheon, New York, NY, October 7, 2004. Disponível em [<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200410072/default.htm>]
- BERNANKE, B., T. LAUBACH, F. S. MISHKIN e A. POSEN (1999) *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton (NJ), Princeton University Press.
- BIBOW, J. (2004) “Fiscal consolidation – contrasting strategies & lessons from international experiences”. The Levy Economics Institute, Working Paper No. 400, January.
- BLANCHARD, O. (2003) *Macroeconomics*. Upper Saddle River (NJ), Prentice-Hall, Third Edition.
- BLINDER, A. S. (1997) “Is there a core of practical macroeconomics that we should all believe?” *American Economic Review*, 87 (2).
- _____. (1998) *Central Banking in Theory and Practice*. Cambridge (MA), MIT Press.
- BLINDER, A. S. e Janet L. YELLEN (2001) *The Fabulous Decade – Macroeconomic Lessons from the 1990s*. New York, The Century Foundation Press.
- CARVALHO, F. J. C. (2005) “Os CRÍTICOS e os críticos da política econômica”. *Folha de São Paulo*, 18/12/2005.
- FEDERAL RESERVE BOARD (FR-FOMC) (2005) “Minutes of the Federal Open Market Committee”, February 1-2, 2005. [<http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20050202.htm>]
- FEDERAL RESERVE BOARD (FR-MPR) (2005) Monetary Policy Report, February 16, 2005. [<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/fullreport.txt>]
- FRANKEL, J. e P. ORSZAG (Eds.) (2002) *American Economic Policy in the 1990s*. Cambridge (MA), MIT Press.
- FRIEDMAN, B. (1988) “Lessons on monetary policy from the 1980s”. *Journal of Economic Perspectives*, 2 (3).
- GIAVAZZI, F. e M. PAGANO (1990) “Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries”. In: Blanchard, O. J. & S. Fischer (Eds.) *NBER Macroeconomics Annual 1990*. Cambridge (MA), MIT Press.
- GREENSPAN, A. (2003) “Opening remarks”. In: Federal Reserve Bank of Kansas City, Symposium on Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, August 28-30, 2003. [<http://www.kansascityfed.org/PUBLICAT/SYMPOS/2003/pdf/Greenspan>]
- _____. (2004) “Risk and uncertainty in monetary policy”. *American Economic Review*, 94 (2).
- _____. (2005a) “Testimony of chairman Alan Greenspan”. Federal Reserve Board, Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, February 16, 2005. Disponível em [<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm>]
- _____. (2005b) “Reflections on Central Banking”. Jackson Hole Conference, *BIS Review*, 56/2005, September.
- HJELM, G. (2006-2007) “‘Expansionary fiscal contractions’: A standard Keynesian explanation”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 29 (2).
- KEYNES, J. M. (1937) “The General Theory of employment” (from The Quarterly Journal of Economics, February 1937). In: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIV: 109-123.
- KLIESEN, K. L. (2002) “Die another day? Budget deficits and interest rates”. *National Economic Trends*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, December.
- KRUGMAN, P. (2004) “The Maestro Slips Out of Tune”. *The New York Times*, June 6, 2004.
- LIMA, L. A. (2003) “A política monetária recente: aspectos teóricos”. FGV-SP, Texto para Discussão No. 128.
- MANKIW, N. G. (2002) “U. S. monetary policy during the 1990s”. In Frankel, J. & P. Orszag (Eds.) (2002) *American Economic Policy in the 1990s*. Cambridge (MA), MIT Press.
- MOORE, B. (1988) *Horizontalists and verticalists: The macroeconomics of credit money*. Cambridge, Cambridge University Press.
- NEUMANN, M. J. M. e J. von HAGEN (2002) “Does inflation targeting matter?” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 84 (4).

- OREIRO, J. L. e M. PASSOS (2005) “A governança da política monetária: análise e proposta de mudança”. *Indicadores Econômicos FEE*, 33 (1).
- PALLEY, T. (2005) “The questionable legacy of Alan Greenspan”. *Challenge*, 48 (6).
- POLLIN, R. (2000) “Anatomy of clintonomics”. *New Left Review*, No. 3, May-June.
- SERRANO, F. & Julia BRAGA (2006) “O mito da contração fiscal expansionista nos EUA Durante o governo Clinton”. *Economia e Sociedade*, 15 (2).
- TAYLOR, J. (1993) “Discretion versus policy rules in practice”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39 (4).
- WU, T. (2004) “Does inflation targeting reduce inflation? An Analysis for the OECD Industrial Countries”. Banco Central do Brasil, Working Paper Series 83, Maio.