

META DE INFLAÇÃO NOS EUA:
QUESTÃO DE TEMPO OU ALGUMAS OUTRAS QUESTÕES?

*Simone Silva de Deus*¹

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 interessante ou mesmo que sinalize, o que seria o mais relevante, para políticas alternativas que fossem, de fato, de interesse para a economia brasileira. 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 ora executada, arriscamo-nos a afirmar que tais críticas concentram-se mais na execução da referida política, menos na sua concepção. Estreitado o campo da crítica a um âmbito, digamos, executivo – que tem seu interesse, sim, mas não esgota a questão – o debate limita-se, perde ousadia, mostrando-se pouco capaz de apontar alternativas.

Ganhou particular notoriedade no referido debate uma entrevista concedida pelo atual presidente do Banco Central.² Na referida entrevista Henrique Meirelles, naturalmente, defende a concepção e a execução da política monetária que ele conduz. À crítica de que ela seria excessivamente “apertada”, responde com a taxa de crescimento da economia brasileira do ano passado, 5,2%, que, na opinião de Meirelles, é resultado do processo de resolução de problemas fundamentais do país. Vale lembrar que são muitos os que afirmam que o dinamismo do crescimento veio de fora e que, portanto, crescemos apesar da política econômica.³ A economia mundial, em 2004, cresceu em torno de 5%. E se cotejarmos a taxa de crescimento do Brasil, no ano passado, como o de outras economias emergentes como Argentina (8,8%), China (9,5%), Índia (6,4%) e Rússia (7,3%), talvez possamos dar outros e novos créditos à política do Banco Central do Brasil.

Mas além dessa defesa quase heróica de sua política, que ele afirma bem-sucedida, chama atenção na referida entrevista a afirmação que o regime de metas de inflação é a melhor alternativa para a condução da política monetária, sendo o que de mais avançado existe no campo da ciência econômica, tendo se mostrado uma experiência comprovadamente eficaz nos países que o adotaram. A resposta a essa afirmação é simples e direta: a literatura empírica que avalia as experiências dos países que implementaram metas inflacionárias não permite afirmações conclusivas a respeito da eficácia do modelo em voga.⁴

¹ Professora Doutora do Instituto de Economia da Unicamp.

² A entrevista em questão foi concedida à revista *Veja* (“páginas amarelas”), na edição de 19 de janeiro de 2005.

³ Ver a esse respeito, por exemplo, *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 4, jan./abr. 2004. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_cecon/boletim4/VersaoIntegral4.pdf>.

⁴ Ver a esse respeito, por exemplo, Ball, L. & Sheridan, N. Does Inflation Targeting Matter?. *IMF Working Paper*, WP/03/129. Jun. 2003. Sua conclusão mais geral é que não há evidência que sustente a afirmação que metas inflacionárias contribuem para melhorar a performance dos países que a adotam. Para uma conclusão que aponta em outro sentido, ver Wu, T. *Does Inflation Targeting Reduce Inflation? An analysis for the OECD Industrial Countries*. Banco Central do Brasil, Maio 2004. (Working Paper Series, 83).

Não bastasse tal defesa veemente do modelo, mas nesses termos francamente equivocada, foi o presidente do Banco Central além, (des)qualificando aqueles que a ele se opõem, posto que seriam obscurantistas e atrasados. Tal crítica, sem dúvida contundente, tem pelo menos o mérito de aguçar a curiosidade, ajudando a dar contornos mais amplos ao debate. Estaria correto o presidente e não haveria outra alternativa para conduzir a política monetária que não sob o manto do regime de metas? Se assim fosse, os países “avançados” (isto é, os não atrasados, não obscurantistas) ou bem teriam metas de inflação, ou ao menos para lá estariam rumando. Será esse, de fato, o cenário atual? Aplicando tal questão a um caso concreto, poderíamos perguntar: sob que forma é conduzida a política monetária nos Estados Unidos?

Tal pergunta, de maneira bem direta, seria respondida em poucas palavras: a política monetária nos EUA é conduzida de forma discricionária – isto é, conduzida sob o arbítrio, a discricionariedade do Federal Reserve (Fed), o Banco Central dos EUA – não pretendendo atingir uma meta de inflação, isso é, uma taxa de inflação previamente informada. Contudo, há nos Estados Unidos um debate importante acerca da conveniência de tal política monetária, hoje discricionária, ser substituída por uma política de metas inflacionárias. Mais que isso, movimentos recentes do Fed foram interpretados por alguns analistas como indicações de que o Banco Central dos EUA virá a adotar, num futuro muito próximo, um sistema de metas inflacionárias.⁵ Vejamos essas questões em mais detalhes.

1 POLÍTICA MONETÁRIA NOS EUA: ALGUNS ACONTECIMENTOS RECENTES

Duas vezes ao ano o *Chairman* do Fed comparece ao Congresso dos EUA, e nessas ocasiões apresenta o *Federal Reserve's Monetary Policy Report*. O relatório que foi submetido ao Congresso no dia 16 de fevereiro de 2005 trouxe uma pequena, mas talvez importante novidade, na seção destinada às projeções.⁶ 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 corrente, 2005, mas também para o ano seguinte, 2006.⁷ Uma nota de rodapé qualifica tal mudança como “um passo adicional para fortalecer a comunicação da política monetária”.⁸ Muitos interpretaram tal modificação, que poderia ser percebida apenas como, digamos, “um passo adicional para fortalecer a comunicação da política monetária” como algo a mais, vale dizer, como um passo adicional no sentido de 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?

⁵ A revista *The Economist*, na edição de 26 de fevereiro – 4 de março de 2005, critica as (supostas) recentes ações do Fed em direção a um regime de metas com um argumento muito interessante, qual seja, de que ele pode estar migrando para um sistema tradicional de metas usando um conceito estrito de inflação – a variação de preço dos bens e serviços – que já vem sendo fortemente questionado, pois “*some central bankers now argue that the price of assets, such as households and shares, should also somehow be taken into account.*”

⁶ Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/fullreport.txt>>.

⁷ No que diz respeito à estimativa de inflação, o índice utilizado pelo Fed é um índice de preços ao consumidor que exclui variação de preços de alimentos e energia – é o chamado *core PCE*. As estimativas para 2005 e 2006 são de uma variação entre 1,5% e 1,75%. Tal medida de núcleo (core) para a inflação passou a ser adotada a partir do relatório apresentado em julho de 2004.

⁸ Textualmente: “*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.*”

Há muito acontece um debate significativo nos EUA a respeito da conveniência da adoção de um regime de metas inflacionárias pelo Fed.⁹ Tal debate, profuso entre acadêmicos e analistas de mercado, acontece também entre as autoridades econômicas e, mais especificamente, no âmbito do Federal Reserve. Minuta da reunião do Federal Open Market Committee (FOMC), realizada nos dias 1 e 2 de fevereiro do 2005, dá conta de um debate entre seus membros sobre o tema.¹⁰ Entre os membros do FOMC, importa dizer, estão acadêmicos de relevo, sendo alguns, e um em especial, notório militante da “causa” das metas de inflação.

O nome em questão é o de Ben Bernanke, renomado economista, reconhecido como um dos mais relevantes autores da chamada escola novo-keynesiana, especialista em macroeconomia e economia monetária e ardoroso defensor do regime de metas.¹¹ Mas Bernanke não está só. Pronunciamentos recentes de outros membros do FOMC dão conta de que há, sim, mais adeptos do regime de metas no âmbito do Federal Reserve.¹²

Para a literatura que dá suporte ao *inflation target*, entre os pontos que definem a condução da política monetária com base num regime de metas está, em primeiríssimo lugar, o reconhecimento explícito, por parte da autoridade monetária, que uma inflação baixa e estável deve ser seu principal objetivo de longo prazo. Aliás, dentro dessa visão, esse é o único objetivo de longo prazo de fato possível de ser alcançado pela política monetária. Assumido tal pressuposto, a melhor forma de atingi-lo seria mediante anúncio público e explícito, por parte da autoridade, da meta de inflação que irá perseguir, e pela instituição de mecanismos que fortaleçam tal compromisso. Tal comprometimento reforçaria o intento do banco central em atingir sua meta e, por isso mesmo, sinalizaria fortemente aos agentes para o fato de que tal meta, com a qual se comprometeu a autoridade monetária, seria obstinadamente perseguida. Estaria criado, dessa forma, um suposto círculo virtuoso entre a política da autoridade monetária, as expectativas do mercado e a inflação efetiva.

Contudo, há os que não se deixam, ou pelo menos não se deixaram até agora, convencer pelos argumentos e evidências apresentados em prol da adoção do regime de metas – Greenspan entre estes.¹³ Atentos à literatura recente, dizem não estar convencidos do fato de que a inflação relativamente baixa experimentada pelos países que até agora adotaram sistema de metas pode ser atribuída, exatamente, ao sistema de metas. Por isso afirmam não haver evidências significativas que justifiquem a mudança. Greenspan já se pronunciou explicitamente a esse respeito e, mostrando-se

⁹ Apenas para exemplificar o quanto o Fed vem discutindo e incentivando o debate de tal assunto, vale observar os textos apresentados em um simpósio patrocinado pelo *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>>.

¹⁰ O Federal Open Market Committee, FOMC, é o responsável pela formulação da política monetária. É composto de 12 membros. Desses, 7 são membros do *Board of Governors* do *Federal Reserve System*. Os outros 5 são presidentes dos 12 *Reserve Banks* distritais, sendo um deles o presidente do *Federal Reserve Bank* de New York, havendo um rodízio anual dos presidentes dos outros 11 *Federal Reserves* distritais. Tradicionalmente o FOMC elege como seu presidente o *Chairman* do *Board of Governors*, a saber, Alan Greenspan.

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. *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1999. Outra indicação é Bernanke et al. *What happens when Greenspan is gone?* *The Wall Street Journal*, May 1, 2000.

¹² 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.

¹³ Entre os que não concordam estariam, além do *Chairman* Alan Greenspan, Sandra Pianalto, presidente do Fed de Cleveland, e Donald Kohn, membro do *Board of Governors*

também bastante cético quanto à eficácia do regime de metas, chamou atenção para um outro ponto que merece muita atenção. Afirmou o *Chairman* do Fed que regras, por sua natureza, são simples, e quando o ambiente econômico é caracterizado por uma incerteza significativa, as regras não podem substituir um paradigma de *risk management* – discricionário, arbitrário, difícil de descrever – mas que se revela muito mais adequado para o *policy maker* em um ambiente econômico de tamanha complexidade.¹⁴

A referida minuta de reunião do FOMC de fevereiro de 2005 dá conta da divisão de opiniões e, mais que isso, do fato de que até agora a maioria dos membros do Comitê não foi convencida da necessidade da mudança:

“Nesta reunião o Comitê engajou-se numa ampla discussão dos prós e contras de formular uma definição numérica do objetivo de estabilidade de preços da política monetária... Na ... discussão... participantes da reunião ... expressaram diversas visões a respeito da conveniência, ou não, do Comitê articular uma definição numérica específica para o objetivo de estabilidade de preços do Federal Reserve ... Aqueles que acreditam que tal modificação seria positiva citaram, por exemplo, sua utilidade como uma âncora para as expectativas de longo prazo da inflação, como um veículo para reforçar a clareza das deliberações do Comitê e como uma ferramenta adicional para comunicação. Muitos daqueles que vêem potenciais desvantagens preocuparam-se com o fato de que tal mudança pode parecer inconsistente com o *dual mandate* do Comitê de promover máximo emprego bem como estabilidade de preços, ou de que possa inapropriadamente viesar ou constranger a política em certas ocasiões; de toda forma, com as expectativas de inflação bem controladas nos anos recentes, os benefícios de anunciar um objetivo explícito de inflação não seriam grandes. O Comitê decidiu adiar discussões adicionais.”¹⁵

Isto posto, devemos 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. Não houve uma adoção de fato do regime de metas porque um de seus pressupostos, que é o anúncio público – o que quer dizer claro e explícito - de uma meta de inflação a ser perseguida, não foi feito.¹⁶ E na medida em que tal compromisso não foi assumido, também não foram obviamente estabelecidas formas pelas quais a autoridade possa ser cobrada no caso de não cumpri-lo, expediente que, para os defensores do regime, contribui decisivamente para o sucesso da política, posto que sinalizaria aos agentes que a meta de inflação anunciada será, de fato, obstinadamente perseguida pelo banco central.

Mas como, afinal, podemos interpretar a mudança ocorrida na comunicação oficial do Fed? Podemos interpretá-la, sim, como um passo adicional na comunicação feita entre as autoridades e o mercado, com o intuito de influenciar na formação de expectativas dos agentes com relação à inflação

¹⁴ A íntegra está em Greenspan, A. Monetary policy under uncertainty: opening remarks. In: *Monetary Policy and Uncertainty: adapting to a Changing Economy* Monetary Policy. 2003. Disponível em: <<http://www.kansascityfed.org/PUBLICAT/SYMPOS/2003/pdf/Greenspan.0902.2003.pdf>>.

¹⁵ Para ver a minuta na íntegra, consulte: <<http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20050202.htm>>.

¹⁶ Uma adoção de direito do regime de metas implicaria modificação nas atribuições legais conferidas ao Federal Reserve, 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. É o que se costuma chamar *dual mandate*. O que o Fed tem explicitado em seus documentos, com a aceitação do Congresso, é que garantindo a estabilidade de preços estará dando sua melhor contribuição para que seja alcançado o maior nível de emprego a longo prazo.

futura, facilitando, quiçá, sua convergência em direção às próprias expectativas explicitadas pelo Fed, minimizando o assim chamado custo da estabilidade. Coerente, sim, com esse estranho espírito dos tempos em que a estabilidade de preços é vista como condição, além de necessária, quase que suficiente para atingir o assim chamado crescimento sustentado. Coerente, sim, com esse mesmo espírito dos tempos em que disponibilidade de informações e transparência entre as partes são elementos considerados essenciais para que os agentes econômicos, podendo “antecipar” o futuro, tomem as melhores decisões possíveis e fazendo-o, tornem dispensáveis, de fato, políticas macroeconômicas. Contudo, e isso é essencial, sem afrontar o espírito dos tempos, mas não submissa a ele, a autoridade monetária dos EUA 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 pela incerteza que nenhum modelo econômico é capaz de erradicar.

A discussão, como vimos, está posta, permanece e pode, com a iminência da saída de Alan Greenspan, ganhar mais força.¹⁷ Mas, até agora, o Federal Reserve dos Estados Unidos não amarrou as próprias mãos!

¹⁷ Greenspan deverá deixar seu posto de *Chairman* do Fed em janeiro de 2006, após 18 anos no cargo.