

Política monetária: um resumo

CAPÍTULO 25

Olivier Blanchard
Pearson Education

25.1

Taxa de inflação ótima

Tabela 25.1 Taxas de inflação da OCDE, 1981–2003

| Ano | 1981 | 1985 | 1990 | 1995 | 2003 |
|--|-------|------|------|------|------|
| Média da OCDE* | 10,5% | 6,6% | 6,2% | 5,2% | 2,0% |
| Número de países com inflação abaixo de 5%** | 2 | 10 | 15 | 21 | 27 |

* Taxa média de inflação do deflator do PIB, usando os PIBs relativos aos preços da PPC como pesos.

** De um total de 30 países.

Fonte: OECD Economic Outlook Database.

A inflação tem diminuído continuamente nos países ricos desde o início da década de 1980.

A decisão de reduzir a inflação ainda mais depende dos custos e dos benefícios da inflação.

FOCO

Política monetária: o que você aprendeu e onde

Uma revisão rápida dos Capítulos 4 a 24, e uma visão geral das informações apresentadas no Capítulo 25.

Custos da inflação

Vimos como a inflação muito alta pode prejudicar a atividade econômica. O debate nos países da OCDE hoje, contudo, concentra-se nas vantagens de ter uma inflação de, digamos, 0% *versus* 4% ao ano. Dentro desse intervalo, os economistas identificam quatro custos da inflação: (1) custos de sola de sapato, (2) distorções tributárias, (3) ilusão monetária, e (4) variabilidade da inflação.

Custos de sola de sapato

Custos de sola de sapato são os custos de fazer mais viagens ao banco na presença da inflação. Refletem um aumento no custo de oportunidade de reter moeda.

Distorções tributárias

Distorções tributárias ocorrem quanto as taxas de impostos não aumentam automaticamente com a inflação, um conceito conhecido como mudança de categoria. A renda, no que diz respeito à tributação, inclui pagamentos nominais de juros, e não pagamentos reais de juros.

Ilusão monetária

Ilusão monetária é o custo da inflação associado à noção de que as pessoas parecem cometer erros sistemáticos ao avaliar mudanças nominais *versus* mudanças reais, o que as leva a tomar decisões incorretas.

Variabilidade da inflação

Variabilidade da inflação significa que os ativos financeiros, como os títulos, que prometem pagamentos nominais fixos no futuro, passam a ter maior risco.

FOCO

Ilusão monetária

Um estudo sugere que a ilusão monetária é muito difundida e que as pessoas têm dificuldade no ajuste pela inflação.

Benefícios da inflação

A inflação não é de todo ruim. É possível identificar três benefícios da inflação: (1) senhoriagem, (2) a opção de taxas reais de juros negativas para a política macroeconômica e (3) o uso da interação entre ilusão monetária e inflação para facilitar os ajustes dos salários reais.

Senhoriagem

A **senhoriagem**, ou as receitas da criação de moeda, permite que o governo tome emprestado menos do público ou diminua os impostos.

Uma economia com uma taxa média de inflação mais alta tem mais oportunidades de usar a política monetária para combater uma recessão.

A presença da inflação permite cortes dos salários reais mais facilmente do que quando não há inflação.

A opção de taxas reais de juros negativas



Em resumo, uma economia com taxa média de inflação maior tem mais oportunidades de usar a política monetária para combater uma recessão. Uma economia com uma taxa média de inflação baixa pode se achar incapaz de usar a política monetária para fazer o produto voltar ao nível natural de produto.

A ilusão monetária revisitada

Paradoxalmente, a presença da ilusão monetária fornece pelo menos um argumento *a favor* de uma taxa de inflação positiva. A presença da inflação permite cortes dos salários reais mais facilmente do que quando não há inflação.

Taxa de inflação ótima: o debate atual

Os que desejam uma taxa de inflação baixa, mas positiva, argumentam que parte dos custos da inflação poderia ser evitada, e que os benefícios valem a pena.

Os que desejam uma taxa de inflação de 0% argumentam que isso corresponde à estabilidade de preços, o que simplifica diversas decisões e elimina o alcance da ilusão monetária.

Por ora, a maioria dos bancos centrais parece desejar uma inflação baixa, mas positiva, entre 2% e 3%.

25.2 Formulação da política monetária

A maioria dos bancos centrais adotou uma meta de taxa de inflação em vez de uma meta de taxa de crescimento da moeda nominal. E eles pensam na política monetária de curto prazo em termos da taxa nominal de juros e não em termos de variações da taxa de crescimento da moeda nominal.

Metas de crescimento da moeda e bandas de variação para as metas

Até a década de 1990, a política monetária nos Estados Unidos e em outros países da OCDE era normalmente conduzida da seguinte forma:

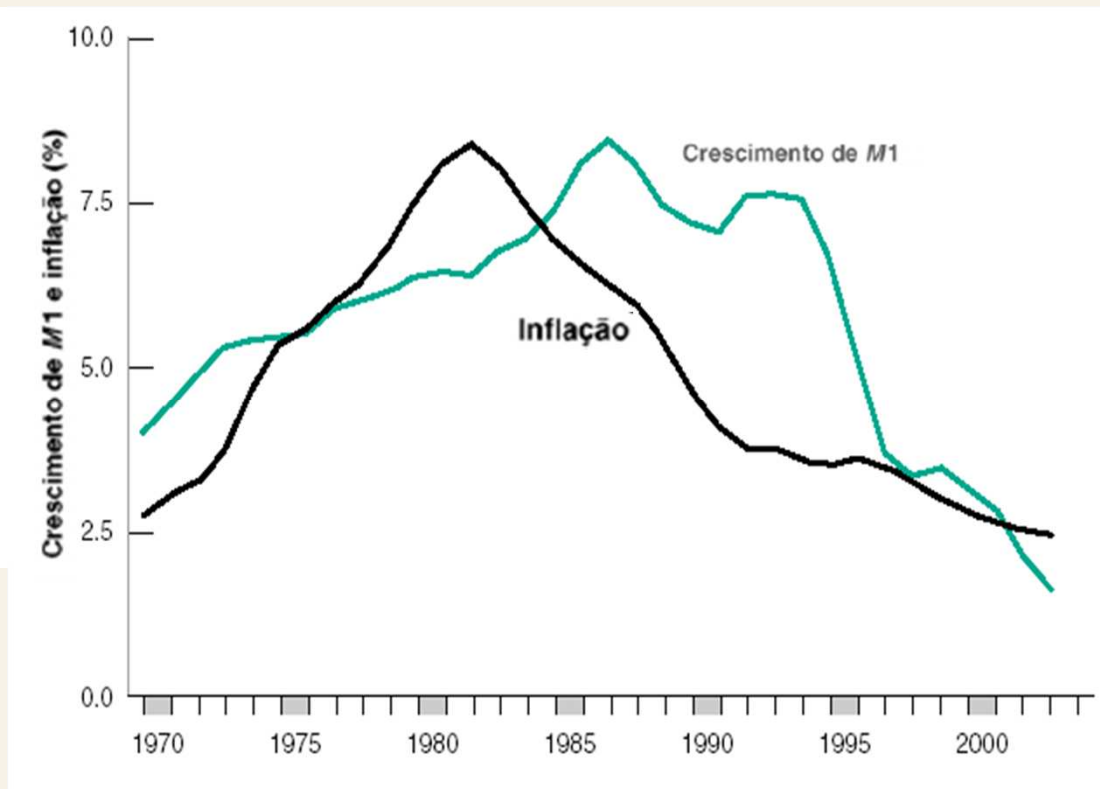
- O Banco Central escolhia uma meta de taxa de crescimento da moeda nominal correspondente à taxa de inflação que desejasse atingir no médio prazo.
- No curto prazo, o Banco Central permitia desvios do crescimento da moeda nominal em relação à meta.
- Para comunicar ao público não apenas o que ele desejava atingir no médio prazo como também o que ele pretendia fazer no curto prazo, o Banco Central anunciava uma banda de variação para a taxa de crescimento da moeda nominal.

Crescimento da moeda e inflação revisitado

Figura 25.1

Crescimento de M1 e inflação: médias decenais desde 1970

Não há nenhuma relação entre o crescimento de M1 e a inflação, nem mesmo no médio prazo.



Crescimento da moeda e inflação revisitado

A relação entre o crescimento de $M1$ e a inflação não é estreita por causa das *variações na demanda por moeda*.

Quando as pessoas reduzem seus saldos bancários e passam para fundos do mercado financeiro, há uma variação negativa na demanda por moeda.

Variações freqüentes e amplas na demanda por moeda criam sérios problemas para os bancos centrais.

Metas de inflação

Em muitos países, os bancos centrais definiram como objetivo principal atingir uma taxa de inflação baixa, tanto no curto prazo quanto no médio prazo. Isso é conhecido como **metas de inflação**.

- Tentar atingir dada meta de inflação *no médio prazo* pareceria um nítido aperfeiçoamento em relação a tentar atingir uma meta de crescimento da moeda nominal.
- Tentar atingir uma dada meta de inflação *no curto prazo* pareceria muito mais polêmico.

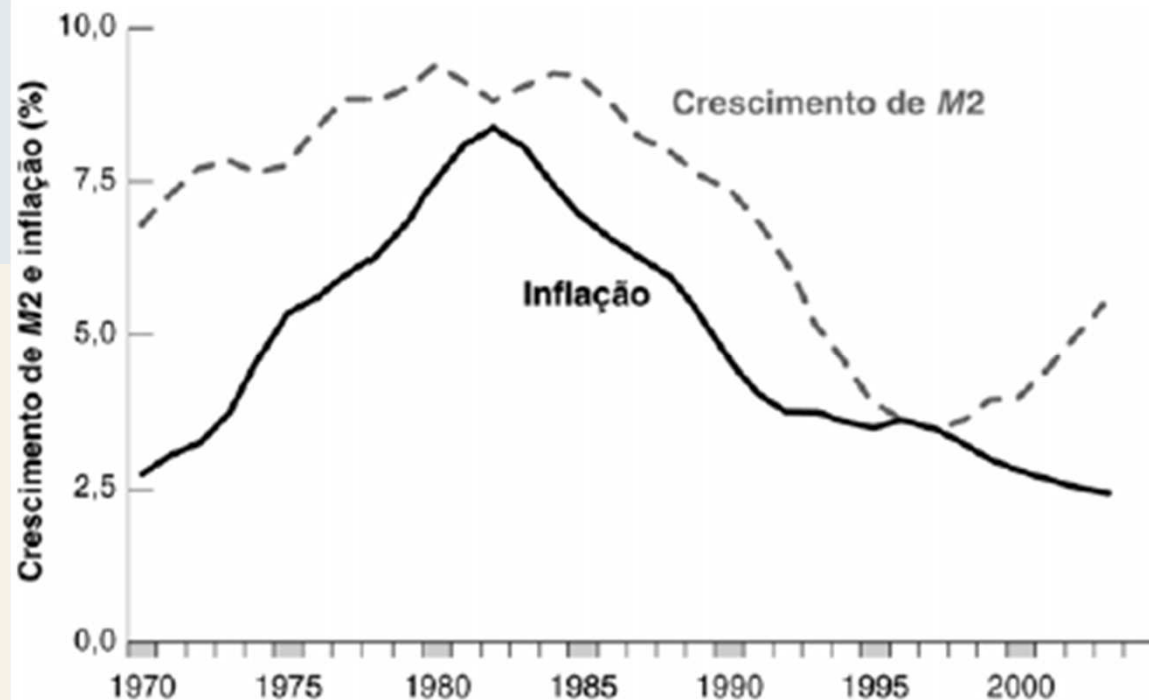
As medidas que incluem não apenas moeda, mas outros ativos líquidos, são os chamados **agregados monetários** e vêm sob os nomes de $M2$, $M3$, e assim por diante.

Nos Estados Unidos, $M2$ também é chamado de **moeda no sentido amplo**.

O Banco Central poderia escolher metas para o crescimento de $M2$, mas a relação entre o crescimento de $M2$ e a inflação também não é muito estreita, e o Banco Central não controla $M2$. Muitos ativos financeiros são muito **líquidos**, o que os torna muito atraentes como substitutos de moeda. Contudo, esses ativos não estão incluídos em $M1$.

Figura 1

*Crescimento de M2 e
inflação: médias
decenais desde 1970*



Metas de inflação

O resultado que acabamos de derivar – de que metas de inflação eliminam os desvios do produto em relação a seu nível natural – é forte demais, contudo, por dois motivos:

- O Banco Central nem sempre pode atingir a taxa de inflação que deseja no curto prazo.
- Assim como todas as outras relações macroeconômicas, a curva de Phillips não vale com exatidão.

Regras de taxas de juros

Segundo a **regra de Taylor**, como é a taxa de juros que afeta diretamente os gastos, o Banco Central deveria fixar uma taxa de juros em vez de uma taxa de crescimento da moeda nominal.

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

A regra de Taylor sugere um modo de pensar a política monetária: uma vez que o Banco Central tenha fixado uma meta de taxa de inflação, deveria tentar atingi-la ajustando a taxa nominal de juros.

Regras de taxas de juros

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

- Se $\pi_t = \pi^*$, e $u_t = u_n$, então o Banco Central deveria fixar i_t igual ao valor de sua meta, i^* .
- Se a inflação fosse maior do que a meta ($\pi_t > \pi^*$) o Banco Central deveria aumentar a taxa nominal de juros, i_t , acima de i^* .
- Se o desemprego fosse maior do que a taxa natural de desemprego ($u > u_n$), o Banco Central deveria diminuir a taxa nominal de juros.

Regras de taxas de juros

Desde que foi introduzida, a regra de Taylor gerou muito interesse tanto por parte dos pesquisadores quanto dos bancos centrais:

- Pesquisadores que examinaram o comportamento tanto do Fed nos Estados Unidos quanto do Bundesbank na Alemanha verificaram que a regra descreve muito bem o comportamento deles nos últimos 15 ou 20 anos.
- Outros pesquisadores têm explorado a possibilidade de aperfeiçoar essa regra simples.

Regras de taxas de juros

Desde que foi introduzida, a regra de Taylor gerou muito interesse tanto por parte dos pesquisadores quanto pelos bancos centrais:

- Outros pesquisadores discutem se os bancos centrais deveriam adotar uma regra explícita da taxa de juros e segui-la rigorosamente.
- Em geral, a maioria dos bancos centrais passou a pensar em termos de uma regra de taxa de juros.

25.3

O Fed em ação

O mandato do Sistema do Federal Reserve foi definido mais recentemente pela **Lei Humphrey-Hawkins Act**, aprovada pelo Congresso dos Estados Unidos em 1978.

Para mais informações sobre como o Fed é organizado, visite o site do Fed:

www.federalreserve.gov

Organização do Fed

O Sistema do Federal Reserve é composto de três partes:

- Um conjunto de 12 **distritos do Federal Reserve**.
- O **Conselho de diretores**.
- A **Comissão Federal do Mercado Aberto (CFMA)** e a **Mesa do Mercado Aberto**.

Instrumentos da política monetária

$$H = [c + \theta(1 - c)]YL(i)$$

A taxa de equilíbrio é a taxa de juros em que a oferta de moeda do Banco Central (lado esquerdo) e a demanda por moeda do Banco Central (lado direito) são iguais.

A oferta de moeda, H , refere-se à base monetária. A demanda por moeda é a soma da demanda por moeda manual e a demanda por reservas pelos bancos (retome o Capítulo 4 para mais detalhes).

Requerimentos de reservas

Requerimentos de reservas são o montante mínimo de reservas que os bancos devem reter em proporção aos depósitos à vista.

Ao mudar os requerimentos de reservas, o Fed muda efetivamente a demanda por moeda do Banco Central.

Este instrumento da política monetária não é largamente utilizado porque os bancos podem tomar medidas drásticas para aumentar suas reservas, como cobrar alguns dos empréstimos que fizeram.

Empréstimos aos bancos

O Fed também pode conceder empréstimos aos bancos e, assim, afetar a oferta de moeda do Banco Central.

O conjunto de condições sob as quais o Fed concede empréstimos aos bancos é chamado de **política de redesconto**. O Fed concede empréstimos a uma taxa chamada de **taxa de redesconto**, por meio da **janela de redesconto**.

Hoje em dia, mudanças nas taxas de redesconto são usadas principalmente como um sinal das intenções do Fed.

Operações de mercado aberto

As operações de mercado aberto (a compra e venda de títulos públicos no mercado aberto) é o principal instrumento da política monetária dos Estados Unidos.

Quando o Fed compra títulos, paga por eles pela criação de moeda, aumentando a oferta de moeda, H . Quando o Fed vende títulos, diminui H .

Implementação da política monetária

As decisões mais importantes de política monetária são tomadas nas reuniões da CFMA. A equipe do Fed prepara previsões e simulações dos efeitos de diversas políticas monetárias na economia e identifica as fontes de incerteza principais.

A condução das operações de mercado aberto entre as reuniões da CFMA fica a cargo do gerente da Mesa do Mercado Aberto.

Implementação da política monetária

O Fed tem uma meta de inflação ou segue uma regra de taxa de juros?

- A resposta é: não sabemos. Alan Greenspan, presidente do Fed de 1987 a 2006, é famoso pela falta de transparência.
- A evidência sugere fortemente que o Fed tem, na realidade, uma meta de inflação em torno de 2% a 3%. E está claro também que o Fed ajusta a taxa do mercado interbancário em resposta tanto à taxa de inflação quanto aos desvios do desemprego em relação à taxa natural.

Implementação da política monetária

O Fed tem uma meta de inflação ou segue uma regra de taxa de juros?

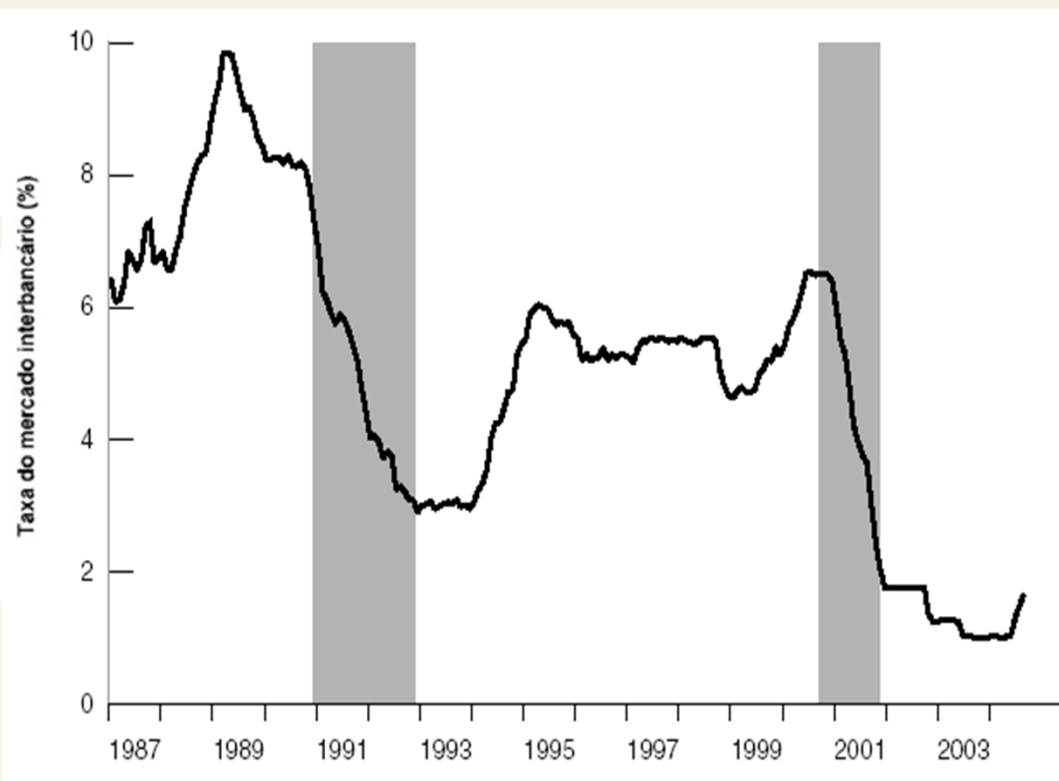
- Muitos economistas dizem: não questione o que vem sendo bem-sucedido. À época da redação do livro, quase todos os economistas concordavam que o desempenho da política monetária dos Estados Unidos sob a liderança de Greenspan foi notável.
- Outros economistas são mais céticos. Argumentam que é imprudente permitir que a política monetária dependa tanto de uma única pessoa e que o próximo presidente do Fed pode não ser capaz de atingir a mesma combinação de credibilidade e flexibilidade.

Implementação da política monetária

Figura 25.2

Taxa do mercado interbancário desde 1987

Em 1990-1991 e novamente em 2001 o Fed diminuiu de forma drástica a taxa do mercado interbancário para reduzir a intensidade e a duração da recessão.



Palavras-chave

- custos de sola de sapato
- ilusão monetária
- ativo líquido
- agregados monetários
- moeda no sentido amplo (*M2*)
- metas de inflação
- regra de Taylor
- Lei Humphrey-Hawkins
- Distritos do Federal Reserve
- Conselho de diretores
- Comissão Federal do Mercado Aberto (CFMA)
- Mesa do Mercado Aberto
- requerimentos de reservas
- política de redesconto
- taxa de redesconto
- janela de redesconto