

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A EVOLUÇÃO E OS NOVOS RUMOS DAS POLÍTICAS
MONETÁRIAS DO FEDERAL RESERVE SYSTEM.**

YURI HABIBE JORGE

Matrícula nº: 108084287

ORIENTADOR: Prof. Antônio Luis Licha

Janeiro 2014

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

A EVOLUÇÃO E OS NOVOS RUMOS DAS POLÍTICAS MONETÁRIAS DO FEDERAL RESERVE SYSTEM.

Monografia apresentada ao
Curso de Ciências Econômicas
da Universidade Federal do Rio
de Janeiro como requisito
parcial para a obtenção do
Grau de Bacharel em Ciências
Econômicas.

YURI HABIBE JORGE

Matrícula nº: 108084287

ORIENTADOR: Prof. Antônio Luis Licha

Janeiro 2014

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

Dedico este trabalho a minha mãe por todo o suporte. A família e amigos por me moldarem ao longo desses anos de convivência e aos professores que tive ao longo da vida pela aprendizagem.

RESUMO

O presente estudo faz um ensaio sobre os cem anos de política monetária do Federal Reserve System (Fed). A pesquisa baseia-se nas principais teorias sobre as políticas monetárias, examinando alguns dos grandes autores dos últimos cinquenta anos e como as diferentes correntes de pensamento influenciaram e sofreram influencia da política monetária norte americana. Para finalizar, serão apresentadas as principais mudanças ocorridas no Fed, após a crise de 2007 e os novos rumos possíveis de serem tomado pela política monetária, com base no texto “The Federal Reserve’s Framework for Monetary Policy – Recent Changes and New Question” de William English, David López-Salido e Robert Tetlow.

PALAVRAS –CHAVE:

Política Monetária, Crise de 2007, Federal Reserve System

ABSTRACT

This work is an essay about the past one hundred years of the Federal Reserve monetary policy. The survey is based on the main monetary politics theory, examining some of the greatests authors of the last fifty years, how those different visions influenced the north american monetary policy, and how they were influenced by them. The last chapter, will show the main changes that occurred at the Fed after the 2007 crisis and the new possible ways that can be taken by the monetary policy, based on the paper “The Federal Reserve’s Framework for Monetary Policy – Recent Changes and New Question” from William English, David López-Salido and Robert Tetlow.

KEY WORDS:

Monetary Policy, 2007 Crisis, Federal Reserve System

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I: A EVOLUÇÃO DAS TEORIAS DE POLÍTICA MONETÁRIA	11
I.1. Milton Friedman e a Síntese Neoclássica	11
I.1.1 Milton Friedman	12
I.1.2 Robert Lucas, Thomas Sargent e a Síntese Neoclássica	13
I.2 Regra <i>versus</i> Discricionariedade.....	14
I.2.1 Kydland e Prescott e a inconsistência temporal.....	15
I.2.2 Barro e Gordon – Regras, Discricionariedade e Reputação.....	16
I.2.3 Rogoff e a Independência do Banco Central.	17
I.2 Compromisso nos Novos Keynesianos.....	18
I.2.1 Regra de Taylor.....	20
I.2.2 Carl Walsh e os contratos lineares para a inflação.....	22
I.2.3 Lars Svensson e as Metas de inflação.....	22
CAPÍTULO II: OS CEM ANOS DE POLÍTICAS ECONÔMICAS DO FEDERAL RESERVE SYSTEM.	25
II.1. 1913 – 1939 – O Fed, a Primeira Guerra Mundial e a busca pela estabilidade financeira.	26
II.2 1939 – 1979 – Da busca pelo pleno emprego a “Grande Inflação”	28
II.3 1979 – 2007 – Do combate a inflação a grave crise financeira.	30
II.3.1 – O Mandato de Paul Volcker	30
II.3.2 – O Mandato de Alan Greenspan.....	31
CAPÍTULO III: OS NOVOS RUMOS DA POLÍTICA MONETÁRIA DO FEDERAL RESERVE SYSTEM.	35
III.1 Mudanças recentes na estrutura da política monetária do Fed.	35
III.1.1 As mudanças na clareza objetivos do Fed.....	36
III.1.2 As mudanças nos instrumentos de política monetária do Federal Reserve.....	37
III.2 Os novos rumos para a política monetária dos Estados Unidos.	38
III.2.1 Regimes monetários alternativos.....	39
III.2.2 Os problemas da comunicação entre o Fed e o público	40
III.2.3 A regulação financeira e a política monetária	41
CONCLUSÃO	43
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	45

INTRODUÇÃO

A grave crise financeira que afetou as economias de praticamente todo o mundo em 2007 trouxe novos questionamentos sobre os rumos e a forma como a política monetária estava sendo conduzida, assim como sobre o Federal Reserve, o banco central americano, uma vez que os Estados Unidos foram o epicentro dessa grave crise financeira.

Neste estudo, apresentaremos as teorias de políticas monetárias, essenciais para o entendimento da pesquisa, dos últimos cinquenta anos. Além disso, buscamos compreender as diferentes políticas realizadas pelo Fed ao longo dos anos e como essas políticas foram influenciadas e influenciaram os grandes teóricos de política monetária. Por fim, analisaremos as mudanças implantadas pelo Federal Reserve e os novos rumos que suas políticas podem tomar.

O Federal Reserve foi criado em 1913 com o intuito de combater as crises no sistema financeiro americano, principalmente após a grande corrida bancária de 1907¹. Durante muitos anos o Fed, foi um instrumento do governo para aquecer a economia em busca do pleno emprego. Porém, a partir dos anos de 1970, com a “Grande Inflação” e a entrada de Paul Volcker como presidente, o objetivo do banco central americano foi claramente modificado. Além disso, devido a última grande crise financeira, a atuação do Fed para manter a estabilidade do mercado financeiro, resurge com um dos principais pontos a serem revistos pelos formuladores da política monetária norte-americana.

A partir do final da década de 1960, novas teorias surgem sobre o poder da política monetária em afetar variáveis reais da economia e um novo paradigma surge com o *trade-off* entre inflação e desemprego, exposto por Milton Friedman e a hipótese das expectativas racionais de Robert Lucas. Entretanto, até a entrada de Volcker como presidente do Fed, o banco central americano ainda tentava manter o pleno emprego via política monetária, mas a grande inflação que assolava o país, fez com que o novo presidente agisse para combatê-la, demonstrando que a partir de desse momento, o objetivo central do Fed seria estabilizar o nível de preços.

¹ REINHART, Carmen. M. e ROGOFF, Kenneth S. Shifting mandates: the Federal Reserve's first centennial. Massachusetts: NBER Working Paper n. 18888, 2013. 2 p.

De certa forma, além de ser influenciada por novas teorias econômicas, a experiência vivida pelo Fed, a partir do final da década de 1970, contribuiu bastante para a evolução da teoria monetária. Nesse período, que ficou conhecido pela síntese neoclássica, estudos sobre a influência da política monetária sobre a economia norte americana produziram novos conceitos que viriam revolucionar a atuação dos bancos centrais, tais como: a inconsistência intertemporal², a importância da credibilidade para um banco central³, o debate envolvendo regra *versus* discrição e a independência do banco central⁴.

A partir dos anos de 1980 e 1990, ocorreu uma contra reforma nas diretrizes da política monetária. Conceitos como inconsistência dinâmica e escolha sobre incerteza, marcaram um novo rumo para as teorias envolvendo os bancos centrais, com o despertar da escola novo keynesiana. Temas como: regras de Taylor⁵, contratos de inflação lineares⁶ e metas de inflação⁷, vieram para alterar de novo, o objetivo da política monetária, a partir da inserção do nível de emprego como objetivo principal a ser alcançado, sempre mantendo, entretanto, a importância da estabilidade de preços.

Dentre os principais acontecimentos que envolveram a política do Fed deve-se destacar: a grande inflação dos anos 1970, que serviu como um ponto de inflexão para toda a teoria da política monetária e a grande crise de 2007, que trouxe questionamentos sobre a atuação do Fed e abrange consigo novas ideias que podem ser implantadas. Além disso, merecem destaque os novos conceitos já postos em prática pelo banco central norte-americano com o objetivo de combater a recessão que assola sua economia.

Esse estudo está dividido em três partes. No primeiro capítulo, serão apresentadas algumas das principais teorias que influenciaram e influenciam a política monetária, tendo como base os trabalhos de Milton Friedman (1968), Robert Lucas (1972), Finn Kydland e Edward Prescott (1977), Robert Barro e David Gordon (1983), Kenneth Rogoff (1985), John Taylor (1993), Carl Walsh (1995) e Lars Svensson (1997). No segundo capítulo, é abordada a

² KYDLAND, Finn E. e PRESCOTT, Edward C. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Chicago: The Journal of Political Economy, 1977.

³ BARRO, Robert J. e GORDON, David B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. Massachusetts: NBER Working Paper n. 1079, 1984.

⁴ ROGOFF, Kenneth S. The optiman degree of commitment to an intermediate monetary target. Oxford: The Quarterly Journal of Economics, 1985. p. 1169-1189.

⁵ TAYLOR, John B. Discretion versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, v. 39, 1993. p. 195-214.

⁶ WALSH, Carl E. Optimal Contract for Central Bankers. The American Economic Review v. 85, n. 1, 1995. p. 150-167

⁷ SVENSSON, Lars E. O. Optimal Inflation Targets, ‘Conservative’ Central Banks, and Linear Inflation Contracts. Massachusetts: NBER, Working Paper n. 5251, 1995.

evolução das políticas monetárias executadas pelo Federal Reserve ao longo de quase cem anos e veremos a relação delas com as teorias já trabalhadas no capítulo anterior. No terceiro e último capítulo, são analisadas as políticas implantadas pelo Fed e os novos rumos possíveis de serem seguidos pelo banco central norte-americano.

CAPÍTULO I: A EVOLUÇÃO DAS TEORIAS DE POLÍTICA MONETÁRIA

Até meados dos anos de 1970, a política monetária era vista como um instrumento que deveria ser utilizado para alcançar o principal objetivo da época: o pleno emprego. Entretanto, os níveis de inflação nos Estados Unidos (EUA) apresentaram elevado crescimento a partir dos anos de 1960, que culminaram em um período que ficou conhecido como a “Grande Inflação” dos anos de 1970 nos EUA.

A partir desse período, alguns problemas surgiram na economia americana que contribuíram para aumentar os questionamentos acerca do tipo de política monetária que deveria ser empregada pelo Federal Reserve (Fed). Um dos marcos para a mudança na análise macroeconômica foi o fim do acordo de Bretton Woods em 1971. O colapso desse sistema fez com que, pela primeira vez em muitos anos, as maiores moedas do mundo não tivessem mais lastro. Tal cenário aumentou a incerteza dos agentes econômicos perante o nível de inflação. Ainda na década de 70 aconteceram os dois choques de petróleo, em 1973 e 1979, que culminaram na elevação da inflação em quase todo o mundo. E por último, outro fator preponderante para a elevação da inflação, nos EUA, foi a queda da produtividade da economia americana, contribuindo assim para erros de estimação do hiato do produto.

I.1. Milton Friedman e a Síntese Neoclássica

Para entender a relevância do papel de Milton Friedman na mudança do pensamento econômico vigente na época, basta observar que, até a sua contribuição teórica, os formuladores de política econômica acreditavam que a política monetária sozinha não seria capaz de controlar a inflação. O aumento do nível de preços nessa época era creditado como sendo causada por fatores que escapavam da atuação da política monetária, tais como: déficits fiscais, choques nos preços de *commodities*, sindicatos e falhas de mercado. Além disso, segundo Marvin Goodfriend⁸, outro fator que contribuiu para o desarranjo referente à política monetária era que, pela teoria relacionada a curva de Phillips de longo prazo, existia um

⁸ GOODFRIEND, Marvin. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. Massachusetts: NBER Working Paper n. 13.580, 2007. 4 p.

trade-off entre inflação e desemprego, o que inclinava os bancos centrais a deixar a inflação crescer, na esperança de se alcançar baixas taxas de desemprego.

I.1.1 Milton Friedman

As teorias vigentes não eram capazes de explicar o novo fenômeno que afetava grande parte das economias do mundo, o problema simultâneo de inflação alta e desemprego elevado. A estagflação, como ficou conhecida, parecia ser um fenômeno que estava ligado a choques de oferta, como a crise do petróleo, e a queda no crescimento da produtividade, que na época detinham uma importância inferior aos choques relacionados à demanda. Além disso, as políticas macroeconômicas convencionais não se mostraram capazes de superar os novos problemas. Em vez disso, as políticas monetária e fiscal pareciam piorar ainda mais a situação econômica dos países, apesar do objetivo principal dos bancos centrais ter se alterado para a manutenção de uma inflação baixa e estável.

No ano de 1968, Friedman⁹ em seu trabalho “o papel da política monetária”, faz uma crítica ao comportamento discricionário da política monetária vigente, tendo em vista que, para o autor, as expectativas dos agentes privados eram extremamente relevantes para os resultados econômicos. Milton Friedman e Edmund Phelps desenvolveram então, uma teoria sobre o desemprego natural envolvendo a curva de Phillips e as expectativas adaptativas, onde as relações entre a inflação atual e o desemprego dependiam das expectativas dos agentes em relação à inflação esperada. Nesse sentido, o banco central ao perseguir baixas taxas de desemprego e tentar controlar a inflação apenas quando ela se tornava um problema para a população, acabava por aumentar a volatilidade tanto da inflação, quanto do produto. Sendo assim, as políticas discricionárias geravam mais inflação. Tal fator ficou conhecido como viés inflacionário.

Segundo Svensson¹⁰, Friedman em “O papel da política monetária”, discute sobre o que a política poderia fazer, o que não poderia fazer e como ela deveria ser conduzida. Segundo Friedman, o Banco Central não pode, no longo prazo, controlar variáveis reais (desemprego e PIB), sendo capaz apenas de controlar variáveis nominais (juros, inflação e agregados monetários). Além disso, a autoridade monetária deve evitar ser uma grande fonte

⁹ FRIEDMAN, Milton. The Role of Monetary Policy. The American Economic Review. v. 58, n. 1, 1968.

¹⁰ SVENSSON, Lars E. O. What Have Economists Learned about Monetary Policy over the Past 50 Years? in H. Herrman (ed.), Monetary Policy Over Fifty Years: Experiences and Lessons, Routledge. 2009.

de distúrbios, contribuir para a estabilidade econômica - de preferência via estabilidade de preços - e ser capaz de compensar os distúrbios gerados na economia que surjam dentro da política monetária. E por último, o Banco Central deve ter como alvo, apenas variáveis as quais ele pode controlar (juros, inflação ou agregado monetário) e deve evitar “movimentos bruscos” em suas políticas, atuando a partir de uma regra para realizar uma elevação gradual e moderada do agregado monetário específico.

Portanto, na visão de Friedman, a autoridade monetária deve evitar grandes oscilações no comportamento da política monetária. Segundo o autor, a política monetária, se bem conduzida, poderia ter o seu custo social reduzido ao se utilizar de uma taxa controlada de crescimento monetário, pois ao agir mediante tal mecanismo, o banco central evitaria flutuações na economia.

I.1.2 Robert Lucas, Thomas Sargent e a Síntese Neoclássica

Mesmo após o trabalho de Friedman, sobre as expectativas adaptativas, o problema da inflação persistia em assolar a economia norte-americana. Robert Lucas estudou como se formam as expectativas dos agentes econômicos. Lucas baseou sua análise na hipótese das expectativas racionais¹¹, que é um conceito de equilíbrio, onde os agentes econômicos fazem as melhores previsões sobre o futuro baseado nas informações disponíveis, incluindo conhecimento sobre o funcionamento da economia e levando em conta as escolhas dos outros agentes econômicos.

A partir dessa hipótese, Lucas colocou em dúvida a robustez dos modelos macroeconômicos vigentes. Isso ocorria, pois, sobre expectativas racionais as informações passadas não afetavam as escolhas dos agentes econômicos e nesse caso, como a taxa de inflação é perfeitamente antecipada (não há surpresa inflacionária) a política monetária não exerce influência no nível de atividade. Outras hipóteses centrais para o modelo de Lucas eram a perfeita flexibilidade de preços e salários, a economia se encontrar sempre em equilíbrio e a informação é perfeita.

Robert Lucas e Thomas Sargent, a partir da hipótese das expectativas racionais, demonstram que variações sistemáticas na política monetária, não são capazes de afetar o lado

¹¹ LUCAS. Robert E. Jr. Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, v. 4, n. 2, 1972. p. 103-124.

real da economia. Nesse sentido, as expectativas inflacionárias podem ser administradas caso o banco central passe a ideia de que quer combater a inflação e se comprometa a uma regra monetária não inflacionária. Para eles, uma política anti-inflacionária confiável, crescimentos dos agregados monetários, expectativas inflacionárias e inflação atual podem diminuir conjuntamente tendo pouco efeito adverso sobre o nível de emprego.

I.2 Regra *versus* Discricionariedade

O período dos anos de 1960 e 1970 demonstrou que o uso da expansão monetária em busca de alcançar objetivos reais da economia resultou em um período de forte inflação, tendo em vista que para os formuladores de política econômica da época, a busca pelo pleno emprego tinha um peso maior que a estabilidade de preços. Entretanto, a hipótese das expectativas racionais, demonstrou que quando a política monetária é conduzida de maneira discricionária, o público é capaz de antecipar o nível de inflação e nesse caso, a política monetária não afetará as variáveis reais da economia, ela somente aumentará a inflação, diminuindo o bem estar da população.

Nesse período, outro problema ficou em evidência e centralizou, durante o final dos anos de 1977 e começo dos anos 1980, o debate da academia. Em razão da atitude preventiva por parte do público, o debate se centralizou em como a autoridade monetária deve agir: se ela deve atuar mediante uma regra que determina que ações sejam tomadas durante um período de tempo, ou se ela deve agir a partir de um controle ótimo dos instrumentos de política monetária a cada período de tempo. De acordo com os economistas, Kydland e Prescott e Barro e Gordon, a atuação do Banco Central de forma discricionária propaga o viés inflacionário, citado por Friedman. Ao atuar mediante uma regra simples esse viés desaparece. Esse debate na academia ficou conhecido como regra *versus* discricionariedade.

Para definir o que é regra e o que é discrição, Antonio Luís Licha, utiliza as seguintes palavras:

“Regra: Neste caso o governo anuncia antecipadamente a taxa de inflação π . Se o público acredita as expectativas de inflação são $\pi^e = \pi$. O jogo entre governo e o público é simultâneo. O uso de uma regra crível elimina o viés

inflacionário do Banco Central já que coordena as expectativas do público". (Licha, p47. 2013)¹²

"Discrição: O público determina suas expectativas (π^e) e depois o governo determina o instrumento de política (π), de forma que neste caso o jogo entre o público e o governo é sequencial". Licha, p48. 2013)¹³

I.2.1 Kydland e Prescott e a inconsistência temporal

Kydland e Prescott em seu trabalho, "The Time Consistency of Economic Policy" de 1977, estudaram a sequência de escolhas políticas ótimas dos instrumentos de política monetária. Para analisar quais seriam as políticas ótimas os autores utilizaram jogos sequenciais onde cada jogador deve antecipar a reação do seu adversário em sua próxima escolha, nesse cenário, as expectativas racionais exercem papel vital.

A análise de Kydland e Prescott para a política econômica serviu como um novo contraponto para a formação das expectativas. O modelo deles considera que um governo racional e com *forward-guidance* (orientações futuras), escolhe o momento certo para aplicar as políticas econômicas a fim de maximizar o bem estar de seus cidadãos. Entretanto, o problema enfrentado pelo governo é que, tanto o governo, como os agentes baseiam suas expectativas em um momento anterior à atuação dos formuladores de política monetária. Sendo assim, caso o governo tenha a oportunidade de reotimizar seus planos em um momento posterior, ele, por ser racional, reotimizará sua política.

Nesse cenário apresentado e partindo das hipóteses das expectativas racionais de Lucas e da importância das expectativas para os resultados das ações políticas de Friedman, o resultado é que a ação discricionária do governo, por mais consistente que seja, é subótima. A política discricionária se torna subótima, pois as políticas sequenciais do governo enfrentarão problemas de credibilidade.

O problema, envolvendo as decisões do governo e as expectativas dos agentes, ficou conhecido como inconsistência temporal. Portanto, o resultado esperado para o problema de inconsistência temporal, é que o governo sendo incapaz de se comprometer com relação a

¹² LICHA, Antônio Luis. Teoria da Política Monetária: Uma abordagem a nível intermediário. Rio de Janeiro: UFRJ, 2013. 47 p.

¹³ LICHA, *Op.Cit.* 48 p.

políticas futuras, no que tange as expectativas dos agentes, irá encontrar um problema em sua credibilidade. Isso ocorre, pois o público ao perceber que as políticas do governo não coincidem com a política anunciada irá reformular suas expectativas, por não acreditar mais no governo e nesse caso, os resultados alcançados serão aquém do esperado pelos formuladores de política monetária.

O trabalho desenvolvido por Kydland e Prescott foi de grande importância para a teoria econômica, ao demonstrar a problemática da inconsistência temporal, onde sob expectativas racionais, certos resultados econômicos ótimos não são alcançados via políticas discricionárias. Nesse sentido, ao apresentarem que o uso de regras para a condução de política monetária representa a melhor solução para que a política atual seja consistente com a política ótima no futuro, iniciaram a discussão em torno da criação de mecanismos de comprometimento, que continua em voga na teoria econômica, até hoje.

I.2.2 Barro e Gordon – Regras, Discricionariedade e Reputação.

Kydland e Prescott foram fundamentais para esclarecer, em um primeiro momento, o porquê de diversos países estarem com inflação alta, embora tivessem como objetivo controlar a inflação. Baseados na análise desses autores, Robert Barro e David Gordon expandiram essa visão ressaltando ainda mais o papel da reputação sobre o sucesso da política monetária.

No modelo de Barro-Gordon, o formulador de política pode utilizar-se dos benefícios gerados pela surpresa inflacionária. Isso ocorre, pois ele pode selecionar a taxa de inflação ótima. De acordo com os autores, expansões monetárias não antecipadas são capazes de elevar o nível de atividade econômica, diminuindo a taxa de desemprego para abaixo da natural. Entretanto, o aumento das distorções, quando os agentes antecipam as ações do governo, não é recomendável em um equilíbrio com expectativas racionais, pois geram uma função de perda social maior.

Nesse sentido Barro e Gordon, após analisar alguns cenários econômicos concluem, segundo Licha¹⁴, que: “Se o banco central tem um viés inflacionário e existe certeza, o uso de uma regra crível de política monetária é preferível ao de uma política discricionária”. A partir desse ponto eles expandem a conclusão anterior alcançada por Kydland e Prescott. Eles

¹⁴ LICHA, *Op.Cit.* 49 p.

mostram que, como o Banco Central é tentado a trapacear e é necessário um comprometimento prévio dos formuladores de política monetária com a regra, que ao menos contrabalanceie a tentação de trapacear.

Logo, os autores concluem que o banco central ao se comprometer com uma regra simples, consegue resultados macroeconômicos melhores do que com políticas discricionárias, pois ele alcança níveis menores de inflação, dado uma mesma taxa de desemprego e a mesma estabilidade macroeconômica, devido em parte à reputação adquirida.

I.2.3 Rogoff e a Independência do Banco Central.

Dando sequencia ao acalorado debate regra *versus* discrição, Kenneth Rogoff em 1985, apresenta uma nova vertente de pensamento para essa discussão. Segundo Rogoff:

“A sociedade pode alcançar às vezes uma situação melhor ao selecionar um presidente para o banco central que não compartilha a mesma função objetivo da sociedade, mas ao invés disso coloca um peso “muito grande” na estabilização da taxa de inflação em relação a estabilização do emprego”.¹⁵

Para Rogoff, um banco central com um presidente conservador é capaz de alcançar resultados melhores do que os resultados gerados por uma regra simples de política monetária. Ele diz que uma regra para ser completamente efetiva, deve ser rígida. Entretanto, essa rigidez aumenta o perigo de que a regra se torne difícil de ser alterada ao se tornar obsoleta, frente a choques de oferta ou aumento de produtividade, tendo em vista que mudanças na regra podem afetar a credibilidade do banco central.

Logo, o melhor caminho a ser tomado pelo banco central é o de ter um presidente conservador, que coloque um peso maior para a inflação do que a função de perda social da sociedade. Isso ocorre, pois Rogoff crê que a função de perda social⁵ (FPS) considera desvios tanto da inflação quanto do produto em relação a um nível ótimo. Nesse caso através desse agente conservador, a política monetária é capaz de alcançar um equilíbrio entre a credibilidade (inflação baixa) e flexibilidade (estabilização), que reduz a FPS.

¹⁵ ROGOFF, *Op. Cit.* 1169 p.

Entretanto, a fim de atingir a credibilidade necessária para ter uma maior flexibilização da política monetária que não acarretasse em viés inflacionário, o banco central necessitaria desenvolver sua reputação ao longo de vários períodos, o que demandaria um maior apreço pela inflação. Portanto, a autoridade monetária deveria ter uma maior independência do governo. Essa necessidade está associada ao fato de que, em períodos de recessão, a manutenção de uma política anti-inflacionária poderia ser mais custosa para o público do que para o governo em si, já que devido a questão da perda de popularidade, o banco central agiria de forma inflacionária, para atingir o objetivo do governo de se eleger. Portanto, a independência é vital para que, o conservadorismo do banco central obtenha sucesso.

I.2 Compromisso nos Novos Keynesianos

Ainda nos anos 80, surge uma nova corrente de pensamento econômico, os novos keynesianos. Esses pensadores compartilham juntamente com os neoclássicos a hipótese das expectativas racionais. Porém a base teórica desses autores é composta por um modelo dinâmico de equilíbrio geral, conseguindo reproduzir melhor o ciclo de negócios, que combina as expectativas racionais com rigidez temporária nos preços nominais, ou seja, existe um custo ao se ajustar os preços. Essas características dos novos keynesianos fazem com que a política monetária seja eficaz no curto prazo, pois existe um conflito entre o nível de atividade e a taxa de inflação.

Segundo Licha, um dos principais aspectos da política monetária é que o “instrumento de política monetária é a taxa de juros real que é chamada de taxa de política”¹⁶, que devido a rigidez nominal dos preços, é influenciada pela variação da taxa de juros nominal, instrumento controlado pela autoridade monetária. E, além disso, diferentemente dos neoclássicos que tinham como objetivo primordial a estabilidade de preços ele diz que: “o regime de política monetária dos novos keynesianos possui duas metas: a taxa de inflação e o nível de atividade”¹⁷.

O autor também diz que:

“A ideia central, para o modelo novo keynesiano, é que o desvio da taxa de inflação em relação à meta de inflação

¹⁶ LICHA, *Op.Cit.* 76 p.

¹⁷ LICHA, *Op.Cit.* 77 p.

é custoso do ponto de vista do bem-estar social porque gera uma dispersão ineficiente de preços relativos”.¹⁸

Nesse sentido ele complementa dizendo que “o objetivo da política monetária é reduzir o impacto de choques de demanda e oferta que afastam a taxa de inflação e o produto de suas metas”.¹⁹

Essa vertente de pensamento macroeconômico também trouxe nova luz ao debate entre regra *versus* discrição. Para os novos keynesianos segundo Clarida *et al*²⁰, o problema político consiste em escolher uma trajetória temporal ideal para o instrumento de política monetária conduzir as variáveis meta inflação e produto que maximizem a função objetivo.

Além disso, existe outra importante diferença em relação ao problema clássico: as variáveis meta dependem não apenas da política atual, mas também das expectativas em torno da política futura. Logo, um importante fator é inserido no problema de política monetária, as orientações futuras. Devido ao fato de que as promessas feitas no passado não afetam a política atual, o caminho futuro traçado pelo banco central será de vital importância para o sucesso de sua política monetária.

Nesse contexto a diferença obtida entre uma regra simples e a atuação discricionária do banco central é em relação à crença do setor privado, nas suas intenções políticas. O banco central que atua de forma discricionária tem a possibilidade de reotimizar sua política ao longo do tempo e sob a égide das expectativas racionais, a autoridade monetária não teria o incentivo de sair da trajetória política proposta *ex-ante*. Já sob uma regra, o banco central não tem a possibilidade de fazer mudanças em sua política, ou seja, não enfrenta o problema de comprometimento com a política monetária proposta. Conforme já estudado nos modelos neoclássicos, a credibilidade é de suma importância, tendo em vista que ela é capaz de reduzir o custo e a inflação da economia.

Essa mudança de paradigma trazida pelos novos keynesianos promove as mudanças que ditam os novos rumos das teorias de política monetária. A evolução do debate que ocorreu ao longo do final dos anos de 1970 e anos de 1980 foi fundamental para toda a política monetária dos anos 90. De acordo com Licha:

¹⁸ LICHA. 77 p.

¹⁹ IDEM. 77 p.

²⁰ CLARIDA, Richard, GARLI E, Jordi e GERTLED, Mark. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. Journal of Economic Literature, v. 37, n. 4, 1999. p. 1661-1707.

“Para usar uma política ótima o banco central precisa dispor de muita informação em relação à estrutura econômica (curva IS e curva de Phillips) e suas preferências (FPS); Por esta razão, uma regra ótima é difícil de ser aplicada na prática. Uma alternativa é usar uma regra simples, onde a taxa de política depende de um subconjunto de informações facilmente disponíveis.”²¹

Logo o debate que vai tomar conta da política monetária dos anos 1990 é sobre qual caminho o banco central deve seguir, se ele deve estabelecer uma regra ótima ou uma regra simples.

I.2.1 Regra de Taylor

Devido as grandes dificuldades relacionadas a aplicação de uma regra ótima para instrumento de política, John B. Taylor²² em 1993, mostra que a política monetária dos EUA pode ser descrita em função de uma simples regra. Segundo Athanasios Orphanides,

“O mais importante é que ele consegue descrever a política monetária em relação à taxa de juros nominal de curto prazo que era o instrumento utilizado na época e descreve a política diretamente em termos dos dois maiores objetivos operacionais da política monetária, inflação e crescimento econômico”²³

Matematicamente a regra de Taylor pode ser esboçada como:

$$i_t = \pi_t + r_t^* + \alpha_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + \alpha_y(y_t - y_t^*). \quad (I.1)$$

Onde:

- i : Taxa básicas de juros nominais.
- r^* : Taxa real de juros de equilíbrio.
- π_t : Taxa de inflação atual
- π_t^* : Taxa de inflação de equilíbrio

LICHA, *Op.Cit.* 79 p.

²² TAYLOR, Op. Cit. 202 p.

²³ ORPHANIDES, Athanasios. Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule. *Journal of Monetary Economics*. 2003. p. 983-1022.

- y_t : PIB real
- y_t^* : PIB potencial
- $(y_t - y_t^*)$: Hiato do produto
- α_π : coeficiente de sensibilidade à variação da inflação
- α_y : coeficiente de sensibilidade à variação do produto

De acordo com Helder:

“Os dois primeiros fatores servem de referência para o caso em que a economia está operando ao nível potencial e revela a hipótese implícita do uso de uma taxa real de juros constante. O terceiro e o quarto fator da regra de Taylor representam os dois objetivos da política monetária, onde os parâmetros de ajuste referem-se ao *trade-off* de curto prazo entre a inflação e o produto. O terceiro fator implica uma elevação (redução) da taxa de juros quando a inflação encontra-se acima (abaixo) da meta. De forma análoga, o quarto fator indica que no caso de uma diferença positiva (negativa) entre o PIB real e o PIB potencial deve haver um aumento (declínio) na taxa de juros”.²⁴

A interpretação geral que se pode ter da regra de Taylor, é que ela fornece certa flexibilidade para a política monetária, o que se contrapõe as limitações impostas pelas regras clássicas. Nesse caso, o objetivo da política monetária passa a ser de amortecer as flutuações dos ciclos de negócios e manter a estabilidade dos preços. A regra de Taylor fornece qual seria a mudança que a autoridade monetária deveria fazer em termos da taxa de juros nominal para alcançar o seu objetivo de política monetária.

Entretanto, a implicação da regra de Taylor sofreu várias críticas. A primeira se baseia nos resultados obtidos pela regra simples que se diferenciam dos resultados obtidos por uma regra monetária ótima. A segunda, feita por McCallum²⁵, se refere à operacionalidade da mesma, pois ela depende de certas hipóteses que nem todos os acadêmicos e políticos acreditam que tais concepções contribuam para a formulação de políticas econômicas. A

²⁴ MENDONÇA, Helder F. de. A Teoria da Credibilidade da Política Monetária. Revista de Economia Política, v. 22, n. 3, 2002. 60 p.

²⁵ McCALLUM, Bennett. T. Discretion versus Policy Rules in Practice, Two Critical Points: A Comment. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, v. 39, 1993. p. 215-220.

terceira é citada por Orphanides²⁶ e indica a falta de uma regra explícita para previsões e julgamentos relacionados a perspectivas do desenvolvimento econômico, tendo em vista a importância das previsões para as políticas monetárias no novo contexto.

I.2.2 Carl Walsh e os contratos lineares para a inflação.

Como já dito, enquanto Rogoff defende um banco central mais independente e conservador, Carl Walsh, buscou encontrar um mecanismo mais eficiente para a autoridade monetária controlar a inflação e o produto. Isso ocorre, pois segundo Helder, a proposta de Rogoff para um banco central mais conservador “não é capaz de alcançar o ótimo de bem-estar, dado que a redução do viés inflacionário é obtido à custa de menor estabilização do produto”²⁷

Na análise de Rogoff, existia um *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade e sua proposta tentava minimizar a perda que existe nessa relação. Entretanto, Walsh propõe um contrato firmado entre o governo e o banco central que é capaz de eliminar este *trade-off* existente, alcançando resultados potencialmente mais robustos. Nesse contrato, o governo impõe certas penalidades²⁸ ao presidente do banco central, caso a inflação ultrapasse o nível considerado ótimo, pelo governo.

Porém o problema enfrentado por essa estrutura é que ela não tem a robustez necessária para superar o problema da inconsistência dinâmica. Pois em períodos de recessão econômica, com alto nível de desemprego, não existe um inibidor forte o suficiente que impeça o governo de agir de forma discricionária. Portanto, nesse caso, existe um risco de perda de credibilidade pelo banco central e isso implica em maior dificuldade para combater a inflação no futuro.

I.2.3 Lars Svensson e as Metas de inflação.

Seguindo a linha de pensamento exposta por Rogoff e Walsh, Lars Svensson propõe uma nova estrutura para a política monetária: as metas de inflação. As metas de inflação surgiram na Nova Zelândia no ano de 1989 e após conseguir bons resultados no âmbito

²⁶ ORPHANIDES. *Op. Cit.* 4 p.

²⁷ HELDER. *Op. Cit.* 55 p.

²⁸ Essas penalidades podem acarretar até a demissão do presidente banco central como afirma Svensson.

macroeconômico, teve seu modelo de política monetária, seguido por diversos outros países. Svensson estuda esse regime em alguns países e propõe esse novo modelo de política monetária, pois além dos resultados já obtidos por algumas nações, o modelo proposto por Walsh, apresenta uma maior dificuldade em relação a sua implementação.

Svensson classifica o regime de metas de inflação, como sendo uma estrutura que tem como princípio o anúncio explícito da inflação alvo, apresenta uma meta implícita para o produto/desemprego e também estabelece um peso relativo a estabilização do produto.

O autor também afirma que:

“A interpretação do regime de meta de inflação como tendo uma função de perda social envolvendo tanto a meta da inflação quanto do produto é suportada por várias circunstâncias. Primeiro, o regime de metas de inflação tem uma tolerância explícita com relação a bandas em torno do nível desejado, indicando que certa variabilidade em torno da meta é aceitável. Segundo, nenhum banco central tende a buscar a meta de inflação a qualquer custo, deixando de lado o nível de produto/desemprego”.²⁹

Nessa análise, a meta de produto existe para introduzir os benefícios existentes na surpresa inflacionária.

Para Mishkin e Bernanke, uma característica importante para o regime de metas de inflação, além de sua estrutura, é que ao tornar explícita a trajetória a ser seguida pela política monetária, outros benefícios são trazidos para a autoridade monetária. Esse regime consegue ao mesmo tempo melhorar a comunicação com o público e, em muitos casos, também aumenta a responsabilidade do banco central, contribuindo para aumentar a sua credibilidade. Além do ganho de credibilidade, a melhora na transparência política da autoridade monetária contribuiu para a diminuição da incerteza sobre as variáveis econômicas o que fornecem uma maior estabilidade para o planejamento do setor privado, ajudando a diminuir, assim, as flutuações econômicas do produto.

²⁹ SVENSSON, Lars E. O. Optimal Inflation Targets, ‘Conservative’ Central Banks, and Linear Inflation Contracts. Massachusetts: NBER, Working Paper n. 5251, 1995. 3 p.

Em seu texto “Meta de inflação: nova estrutura para a política monetária”, os autores ressaltam a importância de considerar a meta de inflação como uma nova estrutura e não uma regra em si. Pois segundo eles:

“Interpretar que as metas de inflação são uma regra é um erro(...). Primeiro, em um nível técnico, a meta de inflação não pode ser qualificada como uma regra de política, pois ela não fornece instruções operacionais simples e mecânicas para o BC. Ao invés disso, a meta de inflação induz o BC a utilizar seus modelos estruturais e de julgamento sobre a economia, em conjunto com toda a informação relevante, para determinar o tipo de ação política que será melhor para alcançar a inflação e qual o melhor momento para tal. (...). Segundo, e mais importante a taxa de inflação como ela é, tem um alto grau de discricionariedade”³⁰

Desta forma, pode-se compreender, de maneira panorâmica, as principais fontes teóricas que moldaram o pensamento macroeconômico dos últimos trinta anos no que tange a política monetária. Com isso, vimos como, ao evoluir o debate, novas questões foram surgindo e como os acadêmicos passaram a formular soluções e sobreposições teóricas.

No próximo capítulo serão expostos os cem anos de política monetária do Fed e, como as teorias explicadas nesse capítulo se relacionaram com as políticas monetárias do Banco Central norte-americano.

³⁰ BERNANKE, Ben S. e MISHKIN, Frederic S. Inflation Targeting: A New Framework of Monetary Policy?. Massachusetts: NBER Working Paper n. 5893. 1997. 11 p.

CAPÍTULO II: OS CEM ANOS DE POLÍTICAS ECONÔMICAS DO FEDERAL RESERVE SYSTEM.

O objetivo desse capítulo é traçar um panorama sobre os cem anos do Banco Central americano, apresentando suas principais mudanças ao longo desse período e sua atuação frente às crises e momentos de instabilidade econômica que ocorreram durante sua trajetória. As políticas monetárias a partir dos anos de 1970 será o principal foco desse capítulo, tendo em vista sua intrínseca relação com as principais teorias de política monetária, trabalhadas anteriormente, e com o escopo desse estudo.

O Federal Reserve System, de acordo com Reinhart e Rogoff³¹, foi criado no ano de 1913 a partir do *Federal Reserve Act*. Sua criação foi uma resposta do governo americano a grande corrida bancária de 1907, como uma forma de conter os grandes pânicos financeiros. Nesse sentido, o primeiro grande objetivo do Banco Central americano era de supervisionar o sistema financeiro nacional, conforme exposto na lei de sua criação:

“An Act to provide for the establishment of Federal Reserve Banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the USA, and for other purposes.” (Federal Reserve Act, December 23, 1913.)

Entretanto, com o passar dos anos, diversos acontecimentos fizeram com que o Fed alterasse seus objetivos. Após o período de busca pela estabilidade financeira dos anos de 1913 até 1939, o Fed teve uma era de dominação fiscal, que se iniciou com a Segunda Guerra Mundial e se manteve até o final dos anos de 1970 com a incessante busca pelo pleno emprego. A partir de 1979 inicia-se uma nova era no Fed, com maior ênfase na estabilização da inflação e maior independência do Banco Central americano frente ao governo, período que durou até 2007 com a grave crise financeira.

³¹ REINHART *et al.* *Op. Cit.* 2 p.

II.1. 1913 – 1939 – O Fed, a Primeira Guerra Mundial e a busca pela estabilidade financeira.

O primeiro ano de atuação do Federal Reserve, em 1914, como principal entidade financeira dos Estados Unidos, teve também como marco uma grave crise global, a Primeira Guerra Mundial. Por mais que durante os três primeiros anos, os EUA não tenha atuado de forma ativa na guerra, por ser a maior economia fora da zona de conflito, uma grande quantidade de ouro da Europa rumou para os Estados Unidos ocasionando um aumento no estoque de moeda, gerando também uma grande inflação no país³².

Após esse primeiro momento, os Estados Unidos entram na Primeira Guerra Mundial em 1917, gerando uma economia de esforços de guerra, que foi corroborada pelo *Overman Act*³³. Devido a isso a política do Fed ficou voltada apenas a ajudar o Tesouro americano a financiar as operações de guerra³⁴, via manutenção de uma taxa de juros estável.

Portanto, pode-se dizer que apenas a partir dos anos de 1920 é que o Fed teve a possibilidade de formular a política monetária dos EUA. Entre os anos de 1919 a 1920, ocorreu um crescimento e queda abruptos tanto no nível de preços, quanto na atividade econômica³⁵ na economia norte-americana, o que forneceu o caminho para o Banco Central americano investigar de que forma sua Política Monetária seria capaz de prover a estabilidade econômica.

Outro ponto que se mostrou de grande importância para a evolução da política monetária norte-americana nessa época é que durante um primeiro momento, o principal instrumento de política monetária do Fed, era o redesconto, onde o Banco Central americano atuava como emprestador de última instância. Entretanto, após um tempo utilizando-se desse tipo de empréstimo, o Fed, procurou mudar o seu principal instrumento, tendo em vista que durante boa parte dos anos 20, por mais que o Federal Reserve tenha obtido sucesso em controlar algumas crises que ocorreram, os bancos comerciais americanos estavam se utilizando desses empréstimos com o propósito de fazer especulação. Todavia, como o Fed não conseguiu distinguir até que ponto poderia usar esse tipo de política como estabilizadora e não como especuladora, iniciou-se então uma espécie de relutância da autoridade monetária americana em atuar como emprestador de última instância, o que gerou a ideia de que, os

³² SICSU, João. A Tese da Independência do Banco Central e a Estabilidade de Preços: Uma aplicação do Método-Cukierman à História do Fed. São Paulo: Est. Econ. v.26, n. 1, 1996. 31 p.

³³ SICSU. *Op. Cit.* 31 p.

³⁴ ORPHANIDES. *Op. Cit.* 26 p.

³⁵ ORPHANIDES. *Op. Cit.* 26 p.

bancos que necessitassem dessa medida estariam com problemas. Esse fato contribuiu para a criação de um estigma em utilizar-se desse instrumento, abrindo caminho para um novo instrumento de política monetária, as operações de mercado aberto³⁶.

Contudo, essa mudança de política realizada pelo Fed, afetou sua atuação como autoridade estabilizadora do sistema financeiro, na grande crise econômica e financeira que ocorreu entre 1929 e 1933 e ficou conhecida como, A Grande Depressão. Segundo Friedman³⁷, o Fed atuou de forma tardia, devido a aversão em emprestar para os bancos, o que fez com que houvesse em 1930 uma grande corrida bancária nos Estados Unidos. O que levou o governo a atuar de forma ativa na estabilização da economia norte-americana, a partir de 1932 com a criação da Empresa de Reconstrução Financeira, que atuou como uma agência de empréstimos para bancos e outras empresas nos anos de 1932 até 1934³⁸.

A partir de 1933 com a melhora da economia norte-americana, inicia-se o período que ficou conhecido como *New Deal*. A grande contribuição para esse período ocorreu em função do objetivo inicial do Fed o de supervisionar o sistema financeiro nacional. A legislação financeira do New Deal transformou a regulação do sistema financeiro e a estrutura Fed. Nesse período foi instituída a lei bancária de 1933, conhecida como lei Glass-Steagal, que limitou as securitizações bancárias e as afiliações entre os bancos comerciais e as firmas de seguros. Além disso, tal lei previa a criação da *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), que criou um fundo garantidor para os depósitos bancários. Em 1935, a partir de uma nova lei bancária, foi criado o *Federal Open Market Committee* (FOMC), que é o principal órgão de política monetária dos EUA. Através de reuniões desse comitê, são decididos elementos chaves para a política monetária estadunidense, como a taxas de juros de curto prazo e o crescimento da oferta monetária nacional.

Tais mudanças por parte do Governo americano deram uma nova temática ao Federal Reserve, contribuindo para o novo período que ficou conhecido pela grande calmaria frente a crises financeiras e uma atuação ativa do Estado norte-americano em prol do pleno emprego.

³⁶ GORTON, Gary B. E METRICK, Andrew. The Federal Reserve and Financial Regulation: The First Hundred Years. Massachusetts: NBER Working Paper n. 19292. 2013.

³⁷ FRIEDMAN apud GORTON *et al.* *Op.Cit.* 11 p.

³⁸ GORTON *et al.* *Op.Cit.* 13 p.

II.2 1939 – 1979 – Da busca pelo pleno emprego a “Grande Inflação”.

Em 1939, teve início a Segunda Guerra Mundial onde, como ocorreu na Primeira Guerra Mundial, o Fed foi utilizado, novamente, para financiar o tesouro americano.

Após alguns anos de calmaria no setor financeiro, sem graves crises, pode se dizer que houve certa dominação fiscal por parte das políticas públicas dos Estados Unidos, tendo o Fed contribuído para o financiamento fiscal do país em prol da busca pelo pleno emprego.

Entretanto, a partir da década de 1950³⁹, iniciou-se um conflito entre o Fed e o Tesouro, culminando em um acordo entre o Fed e essa instituição, que visava dar maior liberdade ao Banco Central estadunidense para controlar as taxas de juros. Esse passo foi muito importante para o início da maior independência do Federal Reserve, porém a suposta liberdade do Banco Central americano não teve grande impacto para a política monetária dos EUA até o final dos anos de 1970.

As políticas de pleno emprego dos Estados Unidos, juntamente com as guerras das Coreias e do Vietnã, contribuíram para que a inflação do país crescesse para níveis pouco vistos em anos anteriores. Essa situação levou Milton Friedman a fazer uma das primeiras grandes críticas à política monetária dos Estados Unidos, conforme exposto no Capítulo I desse trabalho. Para o autor, o Fed estava tornando a inflação ainda maior.

Nos anos de 1970, segundo Marvin Goodfriend⁴⁰, houve uma desordem prática e teórica da política monetária nos Estados Unidos. Em termos práticos o Fed a partir do FOMC, utilizava-se de políticas *stop and go* (discricionárias), que eram formuladas em função da opinião pública sobre a inflação e o desemprego. Nesse cenário, sempre que o desemprego começava a subir, o Fed mudava sua política em prol de aumentar o nível de emprego, o que tornava politicamente muito difícil reverter o quadro de inflação alta.

Tanto a política discricionária do Fed, quanto a busca pelo pleno emprego, sofreram várias críticas de teóricos da época como Friedman e Lucas, pois, segundo eles, tais medidas, aumentavam tanto a volatilidade da inflação, quanto do produto. Sendo assim, tais políticas geravam o viés inflacionário, tema abordado por esses autores.

³⁹ SICSÚ. *Op Cit.* 34 p.

⁴⁰ GOODFRIEND, Marvin. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. Massachusetts: NBER Working Paper n. 13.580, 2007. 3 p.

No ramo teórico os grandes problemas envolvendo o Federal Reserve, eram em relação à crença desenvolvida pela curva de Phillips de longo prazo, no que tange o *trade-off* entre inflação e desemprego, o que levou bancos centrais a deixar a inflação crescer na esperança de alcançar uma taxa baixa de desemprego de forma permanente⁴¹.

Além da influência da curva de Phillips, Orphanides cita outro fator preponderante para o desarranjo da política monetária norte-americana, os erros de estimativa do hiato do produto⁴². Nesse sentido ele aponta que a economia dos Estados Unidos, foi superaquecida em alguns períodos durante os anos de 1955 e 1978, devido a erro de estimativa em temporal do hiato do produto. Outro problema que contribuiu para os erros de estimativa foi a queda da produtividade norte-americana a partir da década de 60, que na época, não foi percebida.

Todos esses problemas, juntamente com os choques de petróleo dos anos de 1973 e 1979, levaram os anos de 1970 a ficarem conhecidos como a “Grande Inflação”. A partir de 1974/75, quando os EUA enfrentaram a estagflação, o congresso nacional realizou mudanças na legislação do país, em prol de um Banco Central mais próximo do idealizado por Friedman⁴³, porém tais medidas não surtiram efeito, tendo em vista que o pleno emprego continuou sendo o objetivo central da política monetária.

Todavia de acordo com Gorton e Metrik⁴⁴, esse período de alta inflação na economia americana contribuiu para uma mudança no paradigma da política monetária do país. Esse cenário, fez com que no final dos anos de 1970 a estabilidade dos preços começasse a ser tratada como meta principal suplantando a estabilidade financeira. Isso ocorreu tendo em vista que, após anos de efetiva supervisão sobre mercado financeiro tiveram poucas crises e sucessivas políticas acomodação fiscal. Essa evolução teve ajuda do acordo entre o Fed e o tesouro de 1951, que deu maior liberdade ao Fed, porém a política inflacionária só se tornou a meta principal mesmo em 1979 com a chegada de Paul Volcker a presidência do Fed.

⁴¹ GOODFRIEND. *Op. Cit.* 4 p.

⁴² ORPHANIDES. *Op. Cit.* p.16-18.

⁴³ Resolução HCR 133, “obrigava” o Fed a anunciar metas de crescimento monetário, porém na prática não havia uma exigência, para tal prática ser aplicada.

⁴⁴ GORTON *et al.* 15 p.

II.3 1979 – 2007 – Do combate a inflação a grave crise financeira.

II.3.1 – O Mandato de Paul Volcker

Em 1979, Paul Volcker torna-se presidente do Federal Reserve e, com ele, inicia-se um novo marco na política monetária norte americana. Desde o inicio de seu mandato, Volcker teve como grande objetivo a estabilidade de preços da economia estadunidense. Nesse sentido, segundo Goodfriend⁴⁵, uma de suas primeiras ações como presidente do Fed, foi de fazer um anúncio bem explícito de que pretendia lutar contra a inflação, via metas monetárias específicas. Tal ação marcou um novo paradigma na estrutura da autoridade monetária dos EUA, tendo em vista que ao longo de sua história, o Fed pouco dizia ao público sobre suas decisões.

Após anunciar sua proposta política, o Fed agiu de forma agressiva elevando a taxa dos títulos federais em prol de controlar a inflação. Além disso, é importante salientar que segundo Walsh⁴⁶, o mecanismo utilizado para reverter o cenário de inflação alta, era o controle das reservas bancárias. Ao adotar tais medidas, o Fed aumentou o enfoque para atingir a meta de crescimento dos agregados monetários e com isso ele poderia argumentar que o aumento das taxas de juros ocorria devido às forças de mercado e não em função de suas políticas, passando para o público a ideia de uma situação natural.

Durante os primeiros 2 anos, essa política de combate a inflação do Federal Reserve, gerou recessão, desemprego, com a inflação atingindo o seu pico em 1981. Entretanto, tal política recebeu apoio tanto do governo quanto da população e após o contínuo aumento das taxas de juros que chegaram a 19% a.a.⁴⁷, a inflação finalmente começou a ceder a partir de 1982.

A queda na inflação se deu de forma bem rápida em 1982, podendo o Fed diminuir as taxas de juros, embora mantendo um *spread* real de 9% a.a.. Com o afrouxamento da política monetária, houve o fim da recessão da economia norte americana, com a inflação atingindo o nível de 4% a.a.

Em 1984, ocorre um novo surto inflacionário e por mais que o Fed aumentasse os juros, isso não gerou recessão na economia norte-americana, indicando um ganho de credibilidade por parte da autoridade monetária. Nos anos subsequentes, o Federal reserve foi

⁴⁵ GOODFRIEND. *Op. Cit.* 8 p.

⁴⁶ WALSH, Carl. E. *Monetary Theory and Policy*. Massachusetts: The MIT Press. 2010. 549 p.

⁴⁷ GOODFRIEND. *Op. Cit.* 8 p.

capaz de diminuir ainda mais as taxas de juros do país, conseguindo manter o nível de inflação em 4%, taxa considera ótima na época.

Durante o mandato de Paul Volcker no Fed, podemos fazer algumas conexões em relação às teorias apresentadas no capítulo I desse trabalho. Os trabalhos de economistas monetaristas como Friedman e a Síntese Neoclássica, influenciaram o Fed ao sinalizar a importância do processo de desinflação para a boa condução da economia. Além disso, a importância de controlar o viés inflacionário das políticas monetárias, através de políticas mais claras e a busca pela credibilidade concedeu ao Fed uma base metodológica sólida, para a manutenção de uma política anti-inflacionária.

O período de Volcker a frente do Fed, contribuiu em diversos aspectos para as teorias de políticas monetárias subsequentes. Com relação aos monetaristas, ele justificou parte de sua teoria ao reduzir a inflação permanentemente, com um baixo custo de produto e desemprego⁴⁸. Os resultados alcançados pelo Federal Reserve nessa época, de adquirir credibilidade com uma política focada em acabar com a inflação, contribuíram para enriquecer a análise teórica de Barro e Gordon sobre a credibilidade do Banco Central, e os resultados obtidos através dela.

Além disso, a capacidade que o Fed teve em se manter fiel a sua política de desinflação, mesmo com a recessão econômica que afetou a economia americana no inicio dos 80, ajudou a corroborar a ideia de Rogoff, sobre a importância da independência do Banco Central, em alcançar resultados robustos no combate a inflação. Outro resultado importante ressaltado por Goodfriend⁴⁹, é que uma política agressiva de ajuste nas taxas de juros no momento certo, pode diminuir as expectativas inflacionárias e antecipar-se ao renascimento da inflação sem criar recessão.

II.3.2 – O Mandato de Alan Greenspan

O Mandato de Alan Greenspan a frente do Federal Reserve System, durou de 1987, até 2006. De acordo com Goodfriend⁵⁰, esse período apresentou novas práticas de política monetária, que ficaram conhecidas como novo consenso. Como primeiro ponto a ser citado, Greenspan consegue, através de sua política monetária, sustentar baixos níveis de inflação,

⁴⁸ GOODFRIEND. Op. Cit. 12 p.

⁴⁹ IDEM. 12 p.

⁵⁰ IDEM. 12 p.

com um bom nível de emprego, sem grandes recessões durante praticamente todos os seus anos a frente do Fed. Tal sucesso pode ser obtido através de uma meta de inflação implícita, que focava em uma inflação baixa, reforçando assim a credibilidade da autoridade monetária. Através dessa meta implícita, Greenspan apresentou outro princípio ao novo consenso: a flexibilidade em relação ao nível ótimo de inflação, para controlar flutuações econômicas.

Além desses fatores, a partir de 1994, o FOMC realizou uma medida, que revolucionou a comunicação do Fed com o público. Nesse ano, o Fed começou a anunciar metas para as taxas dos títulos federais após cada encontro do comitê de política monetária, sendo uma importante medida para a política monetária e o controle das expectativas, garantindo um maior ganho de credibilidade para a autoridade monetária norte-americana.

Dentre as mudanças, realizadas por Greenspan em direção ao novo consenso, Goodfriend também salienta que:

“Com a chegada da recessão de 2001, o Fed do Greenspan apresentou mais um novo princípio ao novo consenso de política monetária: que a credibilidade em relação a baixa inflação aumenta o poder da política monetária em contra-atacar recessões”⁵¹

No que tange ao objetivo do banco central de supervisionar o sistema financeiro, o Fed a partir dos anos de 1970 e principalmente após a chegada de Greenspan à presidência do Banco Central norte-americano, fez uma política de maior relaxamento em relação a regulações restritivas às atividades bancárias. O objetivo desse relaxamento político era permitir que os bancos pudessem competir com instituições não bancárias e teve como medida principal a revogação da lei Glass-Steagal em 1999⁵².

Com relação às influências exercidas pelos avanços acadêmicos com o novo consenso implantado por Greenspan, alguns aspectos podem ser citados. A contribuição dos teóricos novos keynesianos foi de grande importância para a consolidação da maior flexibilização das políticas monetárias norte americanas, principalmente em relação a combater choques e até contra-atacar recessões.

As teorias de credibilidade e independência reforçaram as políticas do Fed em prol de ganhar mais reputação. Nesse caso, os avanços contribuíram para a maior transparência e

⁵¹ GOODFRIEND. Op. Cit. 15 p.

⁵² A revogação da Lei Glass-Steagal removeu a separação entre os bancos comerciais e os de investimento.

utilização dos meios de comunicação para adquirir maior credibilidade frente ao seu comprometimento com a política de baixa inflação.

Ademais, o novo consenso contribuiu bastante para a melhora das práticas de política monetária. Nesse ponto Goodfriend argumenta que:

“O consenso acerca do novo modelo de política monetária reforça 4 grandes avanços no que a política monetária conquistou na prática: a prioridade pela estabilidade de preços; a meta de um núcleo ao invés de inflação principal; a importância da credibilidade para a baixa inflação; e políticas de juros antecipadas apoiadas pela transparência dos objetivos e dos procedimentos a serem seguidos”.⁵³

A evolução da política monetária, principalmente a partir de 1980 até a crise de 2007, demonstrou uma grande ligação com as teorias de política monetária mais influentes dos últimos 40 anos. Entretanto, a grave crise que assolou grande parte das economias do mundo, parece ser capaz de trazer significativas mudanças para a atuação política do Federal Reserve e também de fomentar novos e antigos debates, que podem alterar o rumo das teorias vigentes até então.

⁵³ GOODFRIEND. Op. Cit. 16 p.

Tabela II.1. Linha do tempo 1913-2012

Anos Escolhidos	Legislativo/Regulação/Outro	Crise Financeira	Performance da Inflação	Taxa de Juros reais	Outra Política
1913	Criação do FED				
1914-1918	1ºGM - Controle de Capitais	Quebra de Patrimônio	Máximo de 18%	Média de 4,2%	Títulos para financiar a Guerra
1919-1929	Liberalização dos mercados financeiros	Quebra do mercado imobiliário	1,4% em média	Média de 3,7%	
1931	2,031 bancos quebram	Ápice da Crise	-9%	11,60%	
1932-1933	Glass-Steagall, FDIC é criada, fim do padrão ouro e do controle de capitais		-5% até -10%	6,8% - 12,2%	1935-1937, Dobra a necessidade de reservas
1939-1945	2ºGM - Acordo de Bretton Woods, 1944-1945		Máximo de 12,9%		Títulos para financiar a Guerra e Controle de Crédito
1945--	Repressão financeira e controle de capitais, Pesada regulação financeira	Maior hiato entre crises		Média de -0,4%	Implementação de um teto nas dívidas do Tesouro
1951	Acordo Entre o FED e o Tesouro Americano	EUA & Resto do mundo 1945-1980			Independencia do FED
1970s	Crises do Petróleo		Máximo de 14%	-2,8 até 2%	
1978-1979	Acordo de Humphrey Hawks de Pleno Emprego			Média de 0%	Estabilização Se inicia em 10/1979
1980-1986	Liberalização financeira - Eliminação do teto dos juros	Crise da poupança e dos empréstimos	Entre 13,5% e 1,9%	4,5% - 6%	Estabilização da Inflação
2000-	Aumento substancial da compra dos títulos do tesouro por outros Bancos Centrais	Crise do Subprime 2007	Média de 2,5%	Média de 2% (1981-2007)	
2008-2012	QE's, Dodd Frank, retorno de uma repressão financeira?			Média de -1,6%	Crédito Direto

Fontes: Reinhart e Rogoff 2013, Reinhart e Rogoff (2009), Meltzer (2003)

CAPÍTULO III: OS NOVOS RUMOS DA POLÍTICA MONETÁRIA DO FEDERAL RESERVE SYSTEM.

A grave crise financeira de 2007, criou um novo cenário de incerteza e desconfiança com relação à política monetária norte-americana e ao próprio Federal Reserve. Nesse novo cenário o Fed agiu de forma a melhorar a sua comunicação com o público, em prol de melhor informar os novos rumos de sua política e aumentar o seu nível de transparência, tendo em vista uma melhora em sua credibilidade que diminuiu em decorrência da crise e a recessão subsequente.

Na recente conferência anual Jacques Polak⁵⁴, os economistas William B. English, J. David López-Salido e Robert J. Tetlow, do conselho do Federal Reserve, publicaram um artigo que buscava explicar quais foram as principais medidas adotadas pelo Fed, após a crise de 2007. Além disso, eles buscam debater os novos desafios e os caminhos a serem seguidos pelo Banco Central americano, nos próximos anos.

Esse trabalho juntamente com outros artigos, será analisado nesse capítulo como forma de descobrir o que foi feito até agora e quais os rumos da política monetária do Federal Reserve System.

III.1 Mudanças recentes na estrutura da política monetária do Fed.

Segundo os três autores, a estrutura de política monetária de um banco central pode ser pensada como tendo quatro componentes:

“O primeiro componente são os objetivos do banco central e o período cujo qual o BC pretende alcançá-los. O segundo são as ferramentas que o BC tem para promover esses objetivos. O terceiro é a estratégia que o BC se utiliza para por em prática essa ferramentas, e o último componente é o alcance dos métodos de

⁵⁴ Jacques Polack foi presidente do FMI entre os anos de 1958 e 1979, em sua homenagem o FMI realiza anualmente a Conferência Jacques Polak.

comunicação usados pelo BC, para informar o público sobre suas decisões, intenções e comprometimento”⁵⁵

A partir desse arcabouço, o Fed está implementando ao longo dos últimos anos mudanças em sua estrutura, para melhor se adaptar ao novo cenário macroeconômico dos EUA e também internacional. As principais mudanças aplicadas pelo Federal Reserve são: maior clareza em relação aos seus objetivos, novos instrumentos de política monetária, aumento das informações de como os objetivos serão alcançados e um aumento na quantidade de canais de comunicação entre o Fed e o público.

III.1.1 As mudanças na clareza objetivos do Fed.

A primeira mudança aplicada pelo Fed foi buscar apresentar uma maior clareza em referência aos seus objetivos tanto com relação a inflação quanto em relação a taxa de emprego perseguida. O propósito do Banco Central norte-americano é recuperar a credibilidade do período pré-crise de 2007. O primeiro passo dado pelo Federal Reserve, foi a criação do *Summary of Economic Projections* (SEP). A finalidade primordial desse resumo das projeções econômicas é o de oferecer informações detalhadas de previsões sobre: a taxa de crescimento real do PIB, a taxa de desemprego e a taxa de inflação; informações essas, dadas por cada um dos participantes do Comitê de Política Monetária (FOMC). Um dos maiores benefícios desse novo programa do Fed é que ele fornece informações claras e relevantes sobre os dois objetivos principais da política monetária estadunidense, a inflação e o desemprego.

Outro fator de extrema relevância na melhora da acessibilidade dos objetivos do Fed foi que pela primeira vez em sua história, em 25 de janeiro de 2012, o Federal Reserve por meio de seu presidente Ben Bernanke expôs uma taxa explícita para a inflação, de 2% a.a.⁵⁶. Tal acontecimento pode ser considerado um marco na história do Fed, tendo em vista que durante muitos anos o Banco Central norte-americano sempre trabalhou com uma taxa implícita de inflação. O objetivo principal dessa mudança é que, segundo English *et al*, “uma meta de inflação explícita é uma âncora inflacionária melhor para as expectativas

⁵⁵ ENGLISH, Willian B., LOPEZ-SÁLIDO J. David e TETLOW, Robert J.. The Federal Reserve’s Framework for Monetary Policy – Recent Changes and New Questions. 14th Jacques Polak Annual Research Conference. 2013. p. 2-3.

⁵⁶ <http://www.reuters.com/article/2012/01/25/us-usa-fed-inflation-target-idUSTRE80O25C20120125>

inflacionárias e melhora a transparência do banco central”⁵⁷. A aplicação de uma meta explícita para a inflação por parte do Federal Reserve, demonstra também que, por mais que tenha acontecido de forma tardia, o regime de metas de inflação abordado por Sesson, além de Bernanke e Mishkin, influenciou de forma direta, a nova diretriz da política monetária estadunidense.

III.1.2 As mudanças nos instrumentos de política monetária do Federal Reserve.

A baixíssima taxa corrente dos títulos do tesouro americano⁵⁸, fez com que esse instrumento de política monetária perdesse boa parte de sua flexibilidade para recuperar a economia norte-americana da recessão causada pela crise de 2007. Por essa forma, o Fed buscou instrumentos não tradicionais para conseguir estabilizar a economia dos EUA. Dentre as novas ferramentas utilizadas, cabe aqui citar: as orientações futuras (forward guidance) em relação às taxas dos títulos federais e à compra de ativos em larga escala (LSAP).

O objetivo principal das orientações futuras é adquirir maior credibilidade. Nesse sentido, uma comunicação clara permite o público ter melhor compreensão sobre como o Fed agirá nos próximos anos. Caso o Federal Reserve obtenha sucesso em sua comunicação, segundo os autores, haverá uma melhora nos resultados econômicos⁵⁹.

Entretanto, tal instrumento sofre com alguns grandes problemas. Primeiramente o cenário econômico mundial faz com que seja muito complicado realizar previsões robustas tendo em vista a incerteza que ronda não só os Estados Unidos, como grande parte das grandes economias do globo. Em segundo lugar, levando-se em conta esse cenário de incerteza, também torna a compilação de informações algo bem complicado, o que pode ser confuso para o público e com isso, minar a credibilidade relacionada às orientações futuras do banco central.

Outra grande mudança implantada pelo Banco Central norte-americano, em seus instrumentos de política monetária para combater a crise financeira foi a compra de ativos em larga escala. Esse novo instrumento procura aquecer a economia norte-americana e principalmente estabilizar o sistema financeiro estadunidense. O sucesso dessa medida está

⁵⁷ ENGLISH *et al.* Op. Cit. 5 p.

⁵⁸ Segundo dados do site <http://research.stlouisfed.org/fred2/>, o título americano está em US\$ 0,13, entre os níveis mais baixos da história.

⁵⁹ ENGLISH *et al.* Op. Cit. 22 p.

ligado intrinsecamente à forma como o FOMC se comunica com o público sobre a decisão de compra de ativos, pois, conforme as orientações futuras, a credibilidade é a chave para o sucesso futuro das políticas monetárias dos EUA.

Como forma de manter uma reputação perante o público, o Federal Reserve desde o início das compras de títulos manteve bem clara a ideia de que tal política sofreria mudanças ao longo tempo, ou seja, o tamanho e a composição das compras dependerão da avaliação da instituição sobre a eficácia e os custos desse programa. Nesse sentido, o Banco Central estadunidense atua de forma discricionária, tendo em vista as expectativas do público em relação a esse programa de compras de ativos. Porém, ao comparar com as orientações futuras, o Fed tem mantido uma postura menos clara, pois os efeitos desse tipo de política ainda não são muito claros, o que torna difícil mensurar com robustez, tanto a eficácia, quantos os custos associados a esse novo instrumento de política monetária.

Cabe ressaltar que, a aplicação desses instrumentos vem sofrendo mudanças ao longo de seu exercício, principalmente com relação à comunicação entre o Fed e o público, graças as experiências obtidas pela autoridade monetária norte-americana e o grande peso que ela impõe sobre a importância da comunicação para atingir o sucesso de suas políticas.

III.2 Os novos rumos para a política monetária dos Estados Unidos.

Além dos problemas econômicos e da queda de credibilidade da autoridade monetária que a crise de 2007 trouxe, ela também produziu dúvidas sobre a estrutura da política monetária vigente. Nesse sentido, novas ideias surgiram sobre um novo horizonte para os formuladores de política monetária. Em particular uma das medidas sugeridas foi a de um aumento na taxa de inflação ótima, que pode aumentar a flexibilidade política do governo, dado que o seu principal instrumento, as taxas de juros nominais, estão bem próximas do seu limite mínimo. Alternativamente, renasce o debate acerca de uma meta para o nível de preços, que diminuiria a discricionariedade da política e aumentaria a credibilidade do Fed. Além disso, outra ideia sugerida é a de ter como meta principal um nível ótimo para o PIB nominal. E por último outro assunto importante que veio a tona, foi a de integrar políticas de estabilidade do mercado financeiro, no âmbito da política monetária, tendo em vista que a recessão vivida pelos Estados Unidos decorreu em função de uma crise no mercado financeiro.

Todavia, uma mudança de objetivo por parte do Federal Reserve, pode colocar em cheque a credibilidade adquirida pela autoridade monetária decorrente de anos e anos de política visando controlar o nível de preços e o produto do país. Tal transformação acarretaria em uma grande necessidade de que o Fed consiga ter uma boa comunicação com o público, tendo em vista a importância da reputação e do controle de expectativas para obter sucesso das políticas macroeconômicas.

III.2.1 Regimes monetários alternativos

Com relação ao aumento permanente na taxa alvo de inflação, English *et al* dizem que:

“Um aumento confiável da taxa alvo de inflação iria reduzir as taxas de juros reais, relaxando a restrição de limite inferior, e desse modo ajudaria a política monetária convencional a recuperar sua efetividade. (...). Se os agentes irão entender as mudanças da regra política, como a mudança na meta de inflação, e formar as expectativas racionais sem experimentar o regime antes são uma questão em aberto”.⁶⁰

Após analisar três cenários distintos, os autores concluíram por sua vez que para que a eficácia da política seja completa, os agentes devem ser capazes de entender por completo essa política.

Com relação à outra proposta, meta para o PIB nominal, os autores argumentam que sob tal abordagem, os formuladores de política monetária escolhem um alvo para o produto nominal e se comprometem a minimizar o hiato entre o produto nominal e a meta ao longo do tempo. A intenção, nesse caso, é que ao perseguir uma meta para o produto nominal, implicitamente tem-se como alvo os déficits inflacionários passados, assim o que ocorre é que os déficits inflacionários passados são considerados para frente, demonstrando um maior comprometimento do Banco Central norte-americano com as metas de produto e de inflação.

⁶⁰ ENGLISH *et al. Op. Cit.* 28 p.

Obviamente para tal política funcionar, a comunicação entre a autoridade e o público deve ser clara, de modo que o público entenda que esse novo objetivo guiará as políticas monetárias subsequentes. Com relação à eficácia da política os autores deixam claro que:

“A eficácia de tal política monetária exige que o setor privado saiba qual o diferença inicial entre o nível de produto nominal é o nível desejado; sem tal conhecimento, os benefícios das expectativas de que o hiato entre o nível de preços termine em algum momento, não se realiza”.⁶¹

Outro regime monetário dessa vez citado por Licha⁶², é em relação a uma meta para o nível de preços. Sob esse novo regime, os desvios no nível de preço em relação à meta no passado, serão compensados no futuro, trazendo um maior viés de estabilização se comparado ao regime de metas de inflação, onde a inflação passada não é compensada no futuro.

Segundo Licha, as características desse regime são:

“O nível de preço do próximo período é uma variável de estado no regime de meta do nível de preços porque os efeitos sobre o nível de preços persistirão: um aumento no nível de preços hoje afetará o nível de preços amanhã. O desvio temporário da meta de preços será combatido com um desvio compensatório no futuro. Com metas de inflação um aumento da inflação hoje não afetará a inflação de amanhã”.⁶³

III.2.2 Os problemas da comunicação entre o Fed e o público

Conforme foi visto no capítulo, a comunicação tem um papel chave para se alcançar melhores resultados econômicos. Entretanto, é muito difícil chegar a um nível ótimo de comunicação. Dentre os principais desafios relacionados a comunicação, English *et al* comentam⁶⁴ que as expectativas dos agentes são essenciais para que as novas políticas deem certo, nesse caso a crença do público no Fed exerce um papel essencial. Outro grande desafio

⁶¹ ENGLISH *et al.* *Op. Cit.* 30 p.

⁶² LICHA, *Op. Cit.* 122 p.

⁶³ LICHA, *Op. Cit.* 122 p.

⁶⁴ ENGLISH *et al.* *Op. Cit.* 31 p.

é em relação à dificuldade do público em entender as políticas que estão sendo implantadas pela autoridade monetária. Nesse sentido, torna-se extremamente difícil mensurar, os prós e os contras de se adotar uma política monetária completamente nova.

III 2.3 A regulação financeira e a política monetária

Segundo Gorton e Metrick⁶⁵, a crise financeira de 2007, trouxe dois grandes desafios para Federal Reserve. O primeiro foi suplantar o estigma histórico com relação ao redesconto, tendo em vista que uma das principais políticas implantadas pelo Fed para combater a crise, foi atuar como emprestador de última instância.

A volta da supervisão do sistema financeiro como um dos objetivos centrais do Fed, foi reestabelecida pelo governo norte-americano, a partir da lei Dood-Frank (DFA). Com relação à supervisão, o DFA deu maiores poderes ao Federal Reserve. O *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) foi criado pelo Fed para vigiar a estabilidade de diversas instituições do mercado financeiro. Esse conselho tem como poder, designar algumas instituições financeiras como relevantes e a partir daí implantar maior supervisão por parte do Fed, abrangendo outras instituições, além das bancárias.

Outro fator de extrema relevância que foi reformulado pelo DFA, foi o papel do Banco Central estadunidense como emprestador de última instância. Nesse ponto, o foco é acabar com a ideia inerente da teoria econômica de “*too big to fail*”, ou seja, grande demais para quebrar. Nesse ponto o Dood-Frank Act reduziu a flexibilidade da execução e a rapidez de execução restringindo, assim, a atuação discricionária do Fed, como emprestador de última instância. Entretanto, essa lei expandiu a habilidade do Federal Reserve em agir preventivamente, como forma de evitar novas crises.

Para aumentar a estabilidade do sistema financeiro, o Federal Reserve está adotando as normas referentes ao acordo de Basileia III, melhorando regras para a regulação do capital e evoluindo em suas ferramentas que visam avaliar as instituições financeiras.

Contudo, um dos pontos principais da crise, ainda não contemplados na nova estrutura do Fed, é com relação ao *shadow banking*. Pouco foi feito para combater a vulnerabilidade do setor financeiro não bancário, setor esse que foi um dos principais causadores da crise de 2007.

⁶⁵ GORTON et al. Op. Cit. 21 p.

Já English et al⁶⁶, focam suas análises na interação entre a estabilidade financeiras e a estrutura da política monetária. Tradicionalmente, os objetivos do Banco Central são: estabilidade monetária e financeira. Todavia, como foi apresentado no capítulo II, o Fed passou por transformações ao longo dos anos, onde em um primeiro momento tinha como principal objetivo a estabilidade financeira e no último período pré-crise de 2007, seu objetivo principal se tornou a estabilidade de preços. Durante esse último período, 1979 até 2006, segundo English et al, “muitos formuladores de política acreditaram que as decisões de política monetária poderiam em geral serem feitas independentemente de considerações sobre a estabilidade financeira”⁶⁷.

Porém a grave crise financeira e sua recessão subsequente acendeu um alerta para a importância do sistema financeiro, para a macroeconomia do país. Logo o grande desafio para os formuladores de política monetária é serem capazes de alinhar as políticas macroprudenciais com o sistema financeiro em si, tendo em vista que nem sempre, somente via política monetária tradicional, será possível reverter quadros de crise do sistema financeiro. Sobre esse ponto os autores enfatizam que:

“O Fed tem aplicado as informações recebidas de sua fiscalização financeira para o processo de tomada de decisão de política monetária. Informações sobre a estabilidade financeira têm sido relatadas para o FOMC de forma regular, e o comitê tem discutido as informações no contexto de suas decisões políticas”.⁶⁸

A partir dessas medidas já implantadas pelo Fed, ele pode utilizar as informações adquiridas pela fiscalização financeira para tomar uma série de medidas a fim de reforçar o setor financeiro e limitar os riscos que afetam a estabilidade financeira.

Entretanto, para suplantar os novos desafios, torna-se extremamente importante para os formuladores de política monetária e os acadêmicos elaborarem novas teorias que consigam reunir todos os novos fatores decorrentes da crise financeira de 2007.

⁶⁶ ENGLISH et al. *Op. Cit.* 33 p.

⁶⁷ IDEM. 33 p.

⁶⁸ IDEM. 36 p.

CONCLUSÃO

Este trabalho procura descrever evolução das políticas monetárias do Federal Reserve System, ao longo dos últimos 100 anos, buscando relacionar a evolução das políticas do Fed, com o avanço das teorias de políticas monetárias. Além disso, visa expor quais as principais dificuldades enfrentadas pelo Banco Central norte-americano e os novos rumos que poderão ser tomados, tendo em vista a crise de 2007 e a sua subsequente recessão.

Com base no que foi apresentado, pode-se afirmar que a política monetária tanto no que tange a atuação do Fed, como com relação às grandes teorias, teve seu grande ponto de inflexão a partir do final da década de 1970. As teorias de Friedman e Lucas abriram caminho para um Fed, menos discricionário e com maior enfoque em seguir um objetivo claro, o controle de preços. Os resultados alcançados pelo Banco Central americano foram de grande relevância para os trabalhos subsequentes, que salientaram a importância da credibilidade e da independência para a autoridade monetária.

Os anos de 1980 trazem consigo a recuperação da economia norte-americana e nesse cenário, surgem novos autores que visavam demonstrar a importância da política monetária não ter como único objetivo, o nível de preços, mas também a atividade econômica. Com os novos keynesianos, aumenta o debate em relação à atuação do Federal Reserve, e a partir da regra de Taylor e o seu sucesso em alcançar resultados semelhantes ao Fed, surge a necessidade de um aumento na transparência da comunicação da autoridade monetária.

Entretanto, a relação entre essas teorias e o Fed, não necessariamente ocorreram de forma subsequente. A crise de 2007 e, sua posterior recessão, levou pela primeira vez na história o Federal Reserve a comunicar uma meta de inflação implícita, demonstrando que, teorias “antigas”, ainda podem influenciar os rumos das novas políticas monetárias.

Nesse aspecto a crise de 2007 exerce um papel fundamental sobre a influência que ideias, novas e antigas, podem exercer sobre o Federal Reserve. A grave crise financeira, fez com que a autoridade monetária estadunidense melhorasse bastante sua transparência e os meios de comunicação com o público, ratificando a importância da credibilidade e do controle de expectativas para o sucesso da política monetária, conceitos há muito conhecidos na teoria econômica.

Entretanto, esse novo cenário de incerteza reanimou o debate acerca de novos objetivos para a política monetária e traz, consigo antigas propostas para serem aplicadas pelo Federal Reserve, tais como: metas nominais para o PIB, meta de inflação permanente e uma meta para o nível de preços. Além disso, ocorre um resgate da importância da supervisão financeira como objetivo principal do Fed, que por mais que tenha sido o objetivo primordial para a criação do Federal Reserve, renasce após a crise, com novas ideias, principalmente em relação a como adicionar o setor financeiro às teorias de políticas monetárias convencionais.

Com esses fatos expostos, fica a percepção de que tanto as teorias de políticas monetárias como a atuação do Federal Reserve e de outros Bancos Centrais, ainda irão sofrer grandes mudanças nos próximos anos, tornando o debate sobre política monetária, cada vez mais rico e interessante.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BARRO, Robert J. e GORDON, David B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. Massachusetts: NBER Working Paper n. 1079, 1984.
- BERNANKE, Ben S. e MISHKIN, Frederic S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?. Massachusetts: NBER Working Paper n. 5893, 1997.
- CLARIDA, Richard, GARLI E, Jordi e GERTLED, Mark. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, v. 37, n. 4, 1999.
- ENGLISH, Willian B., LOPEZ-SÁLIDO J. David e TETLOW, Robert J.. The Federal Reserve's Framework for Monetary Policy – Recent Changes and New Questions. 14th Jacques Polak Annual Research Conference. 2013.
- FRIEDMAN, Milton. The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*. v. 58, n. 1, 1968.
- GOODFRIEND, Marvin. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. Massachusetts: NBER Working Paper n. 13.580, 2007.
- GORTON, Gary B. E METRICK, Andrew. The Federal Reserve and Financial Regulation: The First Hundred Years. Massachusetts: NBER Working Paper n. 19292, 2013.
- KYDLAND, Finn E. e PRESCOTT, Edward C. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Chicago: The Journal of Political Economy, 1977.
- LICHA, Antônio Luis. Teoria da Política Monetária: Uma abordagem a nível intermediário. Rio de Janeiro: UFRJ, 2013.
- LUCAS. Robert E. Jr. Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, v. 4, n. 2, 1972. p.103-124.
- McCALLUM, Bennett. T. Discretion versus Policy Rules in Practice, Two Critical Points: A Comment. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 39, 1993. p. 215-220.
- MENDONÇA, Helder F. de. A Teoria da Credibilidade da Política Monetária. *Revista de Economia Política*, v.22, n. 3, 2002.

ORPHANIDES, Athanasios. Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule. *Journal of Monetary Economics*. 2003.

REINHART, Carmen. M. e ROGOFF, Kenneth S. Shifting mandates: the Federal Reserve's first centennial. Massachusetts: NBER Working Paper n. 18888, 2013.

ROGOFF, Kenneth S. The optiman degree of commitment to an intermediate monetary target. Oxford: The Quarterly Journal of Economics, 1985. p. 1169-1189.

SICSU, João. A Tese da Independência do Banco Central e a Estabilidade de Preços: Uma aplicação do Método-Cukierman à História do Fed. São Paulo: Est. Econ. v.26, n. 1, 1996.

SVENSSON, Lars E. O. Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banks, and Linear Inflation Contracts. Massachusetts: NBER, Working Paper n. 5251, 1995.

SVENSSON, Lars E. O. What Have Economists Learned about Monetary Policy over the Past 50 Years? in H. Herrman (ed.), *Monetary Policy Over Fifty Years: Experiences and Lessons*, Routledge. 2009.

TAYLOR, John B. Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 39, 1993. p. 195-214.

WALSH, Carl. E. *Monetary Theory and Policy*. Massachusetts: The MIT Press, 2010.

WALSH, Carl E. Optimal Contract for Central Bankers. *The American Economic Review* v. 85, n. 1, 1995. p. 150-167.