

“As diferentes orientações de um Banco Central na definição da Política Monetária”

Luís Miguel Beato Nunes*

Após os trabalhos de Friedman e Schwartz (1963)¹ e Friedman e Meiselman (1963)² consolidou-se a ideia de que a inflação é um fenómeno monetário e que os bancos centrais deviam ser responsáveis pela estabilidade dos preços, controlando o crescimento da massa monetária, sobretudo através da taxa de juro de curto-prazo da economia. Segundo estes autores, a política monetária tem efeitos importantes no curto-prazo sobre as flutuações do produto real, podendo acentuar a sua volatilidade.

Trabalhos realizados na década de 80 (Taylor, 1980 e Calvo, 1983)³ reforçaram a hipótese da eficácia da política monetária, sobretudo devido às imperfeições verificadas no mercado laboral, resultando numa relativa rigidez dos salários, e aos designados custos de menu (“*menu costs*”) responsáveis, entre outros factores, pela rigidez dos preços.

Sendo assim, considerando que salários e/ou preços sofrem um ajustamento gradual somos levados a concluir que a política monetária é eficaz no curto-prazo, isto é, tem implicações no sector real da economia.

Esta é também a perspectiva Neo-keynesiana e uma ideia actualmente aceite pela maioria dos bancos centrais na tomada de decisões.

Porém, os bancos centrais não seguem exactamente a receita de Friedman e Schwartz, uma vez que definem como principal objectivo a estabilidade dos preços e não a estabilidade da massa monetária, variável fundamental para alcançar a estabilidade dos preços, segundo estes autores. De facto, apenas o banco central da Suíça definiu como um dos objectivos de política monetária uma determinada taxa de crescimento da base monetária, influenciando directamente o crescimento da massa monetária. Assim, apesar de muito raras excepções, na literatura actual, nos modelos e nas discussões sobre política económica continua a privilegiar-se a definição de objectivos para a taxa de inflação (“*inflation targeting*”). Com efeito, Taylor (1993)⁴ apresentou um modelo de determinação da taxa de juro de curto-prazo

¹ Friedman, M. e A.J. Schwartz, 1963, *A Monetary History of the United States: 1867-1960*, Princeton University Press;

² Friedman, M e D. Meiselman, 1963, *The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897-1958*, in *The Effectiveness of Monetary Policies*, Rasche e Williams, Federal Reserve of St. Louis;

³ Calvo, G.A., 1983, *Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework*, *Journal of Monetary Economics*, September, 12; e Taylor, J.B., 1980, *Aggregate Dynamics and Staggered Contracts*, *Journal of Political Economy*, February, 88, in *The Effectiveness of Monetary Policies*, Rasche e Williams, Federal Reserve of St. Louis;

⁴ Taylor, J.B., 1993, *Discretion versus Policy Rules in Practice*, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, December;

da economia com base na relação entre a taxa de inflação verificada e o objectivo do banco central e a diferença entre o produto real e o produto potencial. A regra de Taylor, como ficou conhecido o modelo, recomenda que o banco central “rume contra a maré” ao definir a taxa de juro de curto-prazo da economia, isto é, o banco central deverá aumentar a taxa de juro de referência quando o produto cresce acima do seu nível potencial. A mesma recomendação pode ser dada do ponto de vista da inflação, ou seja, o banco central deve aumentar a taxa de juro quando a inflação verificada é superior ao objectivo do banco central.

Contudo, um aumento da taxa de juro proporcional ao desvio da taxa de inflação não é suficiente, segundo Taylor. Tendo em conta que a taxa de juro nominal aumenta proporcionalmente com a inflação antecipada, se o banco central aumentar a taxa de referência proporcionalmente ao aumento da inflação o impacto sobre a taxa de juro real é nulo, bem como os efeitos sobre a economia.

Sendo assim, o banco central deve aumentar a taxa de juro real com o intuito de reduzir a taxa de inflação. Esta recomendação de um aumento mais que proporcional da taxa de juro face à taxa de inflação é conhecida como *princípio de Taylor*. Note-se que no modelo original o não cumprimento deste princípio resultaria numa espiral inflacionista, uma vez que os aumentos na taxa de inflação reduziriam a taxa de juro real, o que estimularia os agentes económicos a recorrer ao crédito no presente, resultando em novos aumentos da inflação. É evidente que a lógica anterior se aplica à situação inversa, pelo que aumentos da taxa de juro real tenderiam a “arrefecer” e desinflacionar a economia.

A definição da política monetária na maioria dos países da OCDE, sobretudo nos EUA e na Zona Euro, tem vindo a obedecer, com raras excepções, à receita de Taylor desde a segunda metade da década de 90, transformando a política monetária num exercício previsível de adaptação da taxa de juro de curto-prazo da economia às flutuações do produto e aos desvios da inflação em relação ao objectivo do banco central.