

POLÍTICA MONETÁRIA: DO FED AO BCE - *IN MEMORIAM* DE PAUL VOLCKER

LISBOA, 30 DE JANEIRO DE 2020

DELEGAÇÃO REGIONAL DO CENTRO E ALENTEJO DA ORDEM DOS ECONOMISTAS

1979: *ANNO DOMINI*, *ANNO PAULUS*, OU *ANNO PRIMO* DA NOVA POLÍTICA MONETÁRIA?

Ricardo Cabral, Universidade da Madeira, rcabral@uma.pt

“ANNO DOMINI”

- ““A.D.” does not mean “after death,” as many people suppose. “B.C.” stands for the English phrase “before Christ,” but “A.D.” stands confusingly for a Latin phrase: anno domini (“in the year of the Lord”—the year Jesus was born).” (Brians, 2016)
 - Fonte: <https://brians.wsu.edu/2016/05/16/a-d/> , Prof. Paul Brians, Washington State University
- E “A.D.” começa em 1 dado que não há o ano zero. Este standard foi sugerido no século VI A.D. por Dionysius Exiguus de Scythia Minorório (F: https://en.wikipedia.org/wiki/Anno_Domini). Devido a alterações ao calendário, Jesus terá nascido não em 1 “A.D.”, mas em 6 “B.C.”

“ANNO PAULUS”

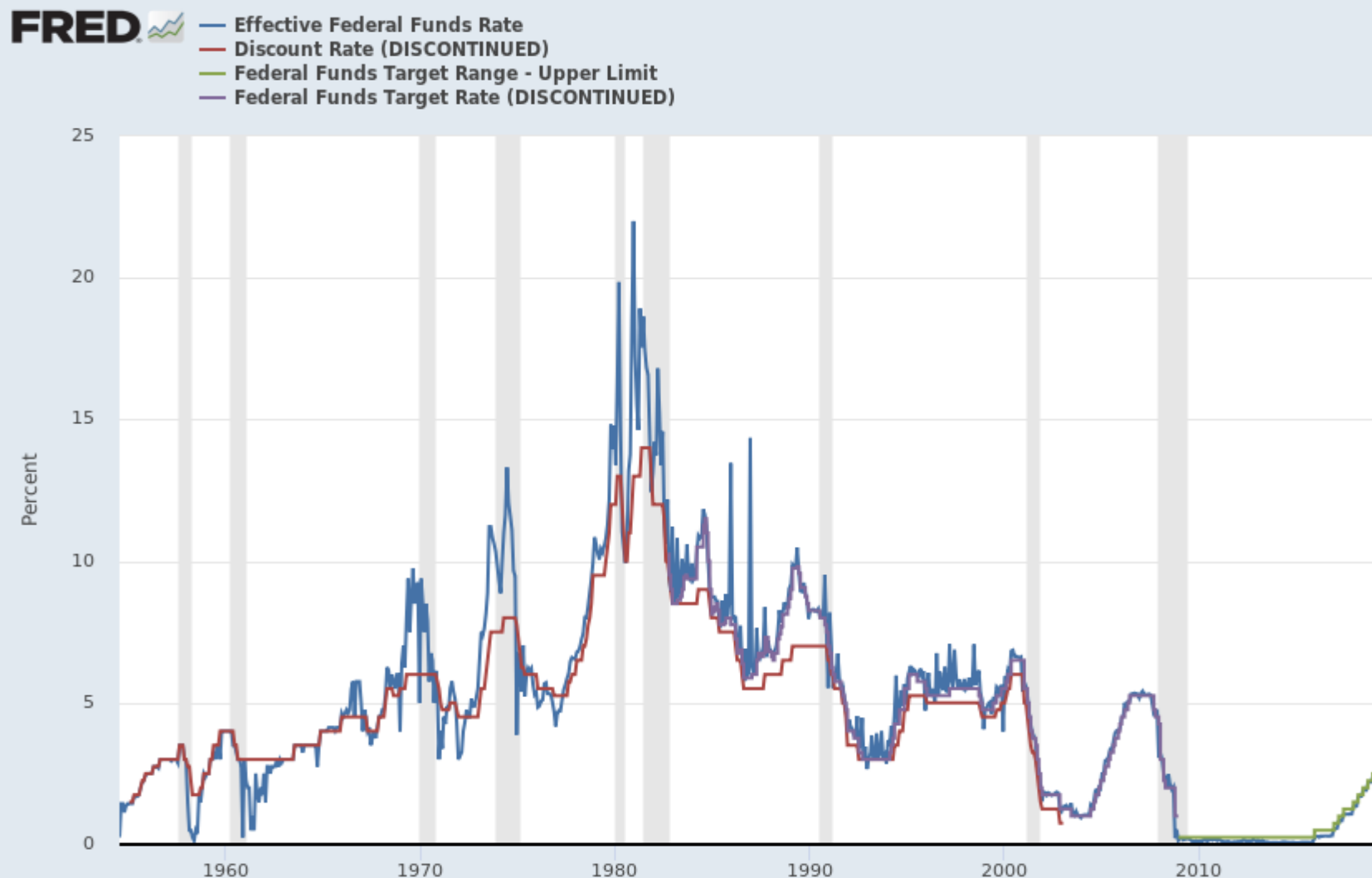
- O *Anno Paulus*, inicia-se a 6 de Agosto de 1979, data em que oficialmente assume as funções de presidente do Conselho de Governadores da Reserva Federal (*)
 - Foi citado pelo New York Times (incorrectamente) defendendo que os americanos teriam de empobrecer porque viviam acima das possibilidades, frase que gerou imediata e persistente polémica.
 - Ao invés, terá defendido perante a Comissão de Economia do Congresso e Senado dos EUA (a 17 de Outubro de 1979), que choques exógenos negativos já teriam resultado numa diminuição do nível de vida dos americanos, efeito que não poderia ser evitado.
 - Argumentou ainda que se as políticas públicas procurassem melhorar o *nível de vida dos americanos tal resultaria num “processo que apenas alimenta a inflação”*.
 - Políticas monetária e orçamental expansionistas seriam ineficazes no aumento do rendimento e, por consêquente, a prioridade deveria ser o combate à inflação.

(*) Em parte adaptado de texto do autor “A importância improvável de um (só) homem”, Público, 16.12.2019

“ANNO PAULUS”

- Volcker já antes defendia que a prioridade da política monetária deveria ser o combate à inflação, com o controlo da taxa de crescimento da oferta de moeda
 - Volcker era um “falcão” e as suas posições eram minoritárias
- A decisão de passar a monitorizar o nível de reservas bancárias não emprestadas é oficialmente adoptada por unanimidade a 6.10.1979, apesar de 5 dos 12 membros do FOMC serem contra numa pré-votação informal
 - No mesmo dia, o Conselho de Governadores aprova, também por unanimidade:
 - Aumento das taxas de juro de referência em um ponto percentual
 - Reservas mínimas obrigatórias de 8%, a aplicar a aumentos dos passivos dos bancos
 - Média semanal da Federal Funds Rate (FFR) compreendida entre 11,5% e 15,5%
- Em consequência dessas alterações, a FFR passou a ser muito mais volátil, chegando a atingir 20% no final de 1980
 - Não foi a Fed que aumentou as taxas de juro de referência

A Reserva Federal consegue controlar as taxas de juro de curto prazo, desde “sempre”

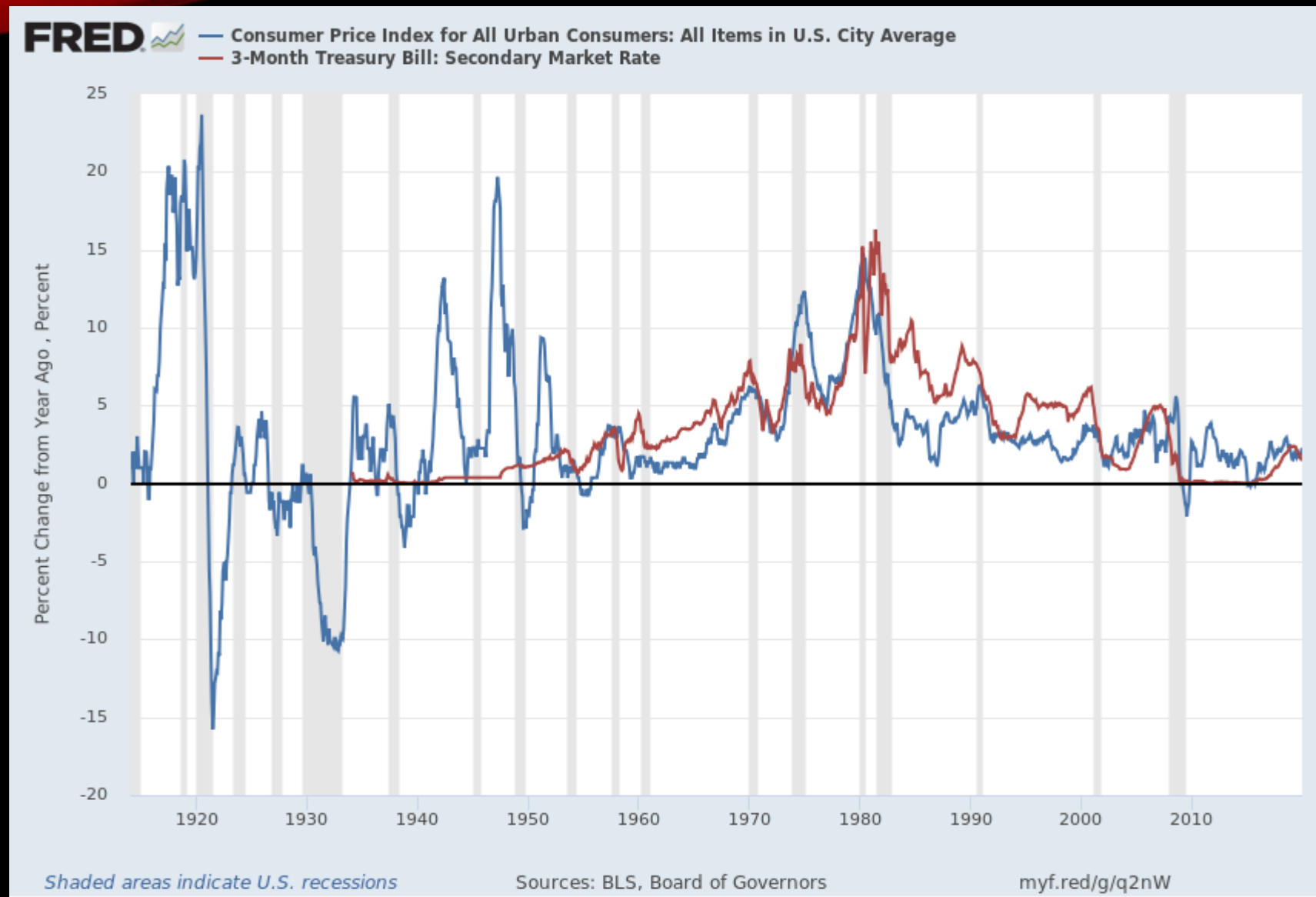


Shaded areas indicate U.S. recessions. Source: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

myf.red/g/p7Cl

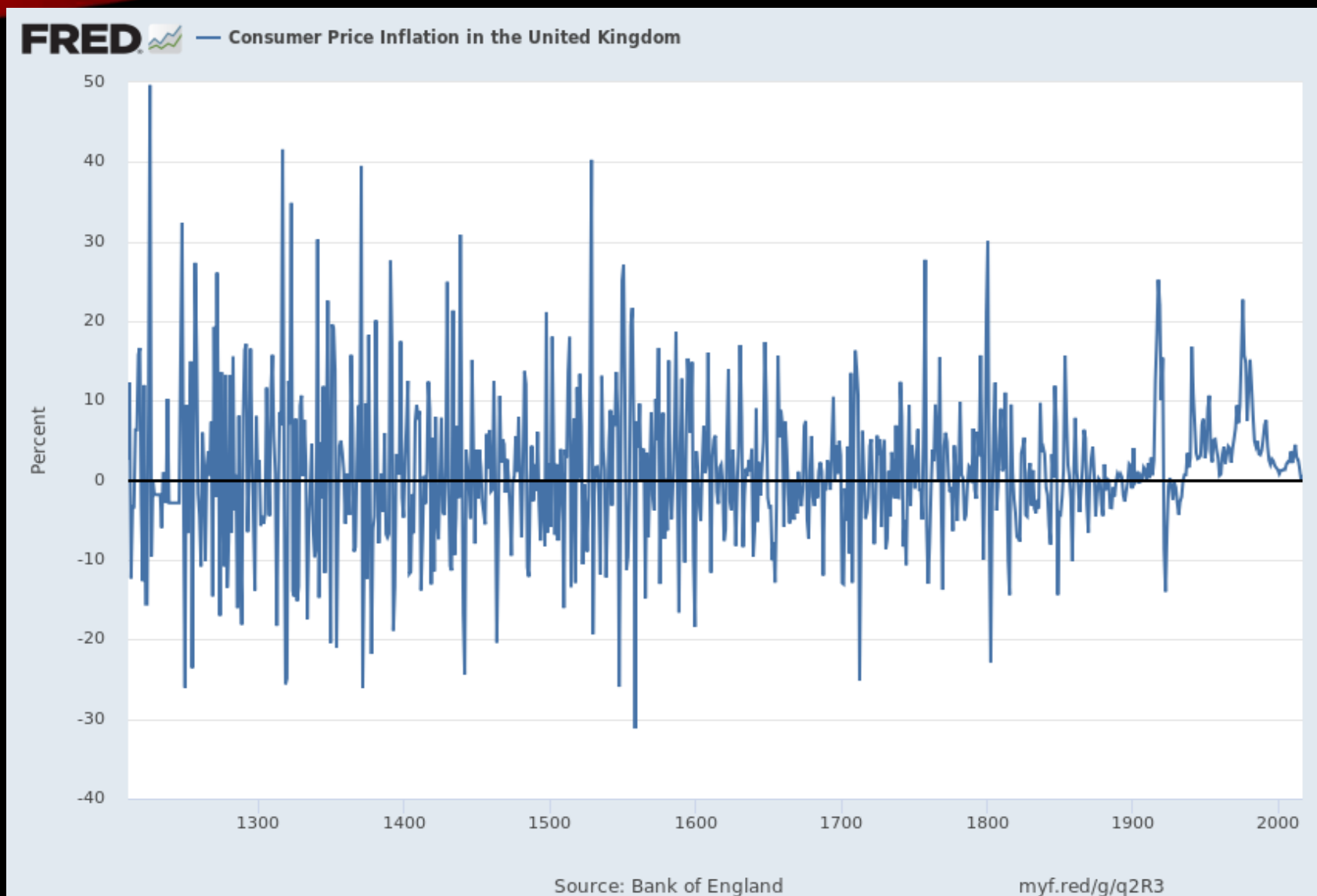
Antes de Paul Volcker, em condições normais, a política monetária mantinha a taxa de juro de curto prazo (EFFR), taxa de juro de empréstimos interbancários overnight, próxima do objectivo definido pelo comité de política monetária da Reserva Federal

Falta-nos contexto. Talvez a taxa de inflação baixa dos anos 50 e 60 tenha sido a exceção



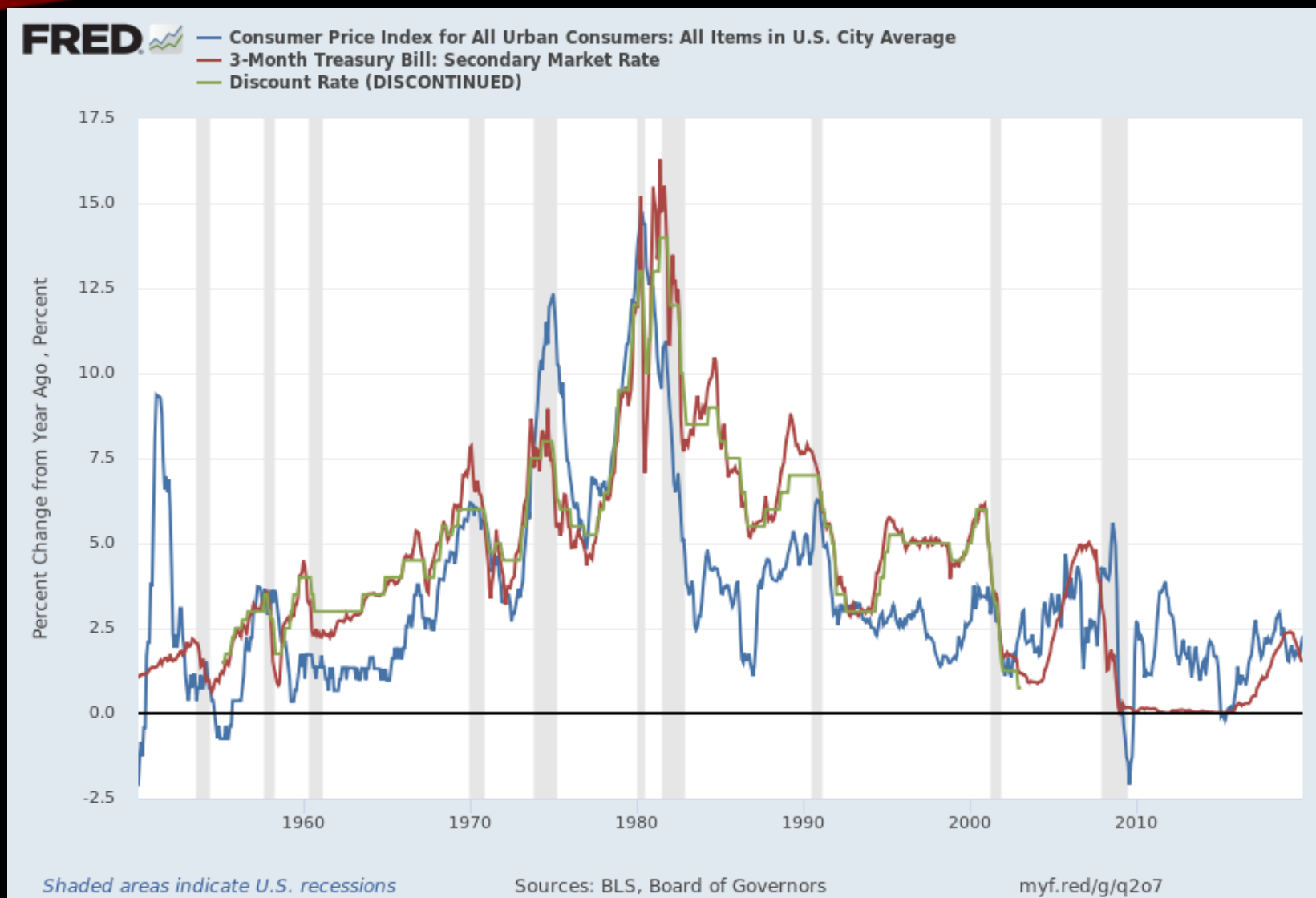
A primeira metade do Século XX, com duas guerras mundiais e padrão ouro em parte do período, parece ser mais volátil em termos de inflação/deflação. Ou seja em termos históricos, o episódio “Volcker” nem parece muito exagerado, considerando ainda o abandono de Bretton Woods I em 1971-73 por Nixon

Inflação no Reino Unido desde 1210 sugere que o controlo da inflação melhorou



Fonte: FRED, “This series was constructed by the Bank of England as part of the Three Centuries of Macroeconomic Data project by combining data from a number of academic and official sources. For more information, please refer to the Three Centuries spreadsheet at <https://www.bankofengland.co.uk/statistics/research-datasets>. “

Dia D: 6 de Outubro de 1979. Consequência: Aumento drástico das taxas de juro de curto prazo



Ao alterar os instrumentos, os objectivos e os parâmetros de implementação da política monetária, aumenta a volatilidade da EFR (taxa de juro overnight) e aumenta a volatilidade da procura por reservas num contexto de elevada inflação. A FR sobe mais rapidamente que a inflação

CONSEQUÊNCIAS

- “Tese de empobrecimento” de Paul Volcker é criticada por Jimmy Carter
 - Política monetária restritiva criticada nos EUA
- Recessão e aumento do desemprego contribuem para a eleição de Ronald Reagan em Novembro de 1980
 - Com Margaret Thatcher, exponentes do liberalismo e da desregulamentação
- Possíveis leituras:
 - Política monetária independente do poder político pode ter resultados positivos
 - Prioridade é o controlo da inflação (pode ser necessário “empobrecer”)
 - Diferente rumo político da história dos EUA, com outra política monetária?
 - FOMC e Conselho de Governadores divididos e Carter poderia ter sido reeleito

CONSEQUÊNCIAS

- Redução da taxa de inflação e crescimento económico moderado ao longo de décadas: A grande moderação ?
- Possíveis leituras:
 - A macroeconomia (e a política monetária) foram capazes de suavizar os ciclos económicos ao longo de décadas
 - A prioridade dada ao controlo da inflação, que pode ter grandes custos no curto prazo (recessão e desemprego), tem “resultados” no longo prazo
 - Regra de Taylor (1993) formaliza comportamento dos comités de política monetária
 - “Inflation targeting” é adoptado pelo mundo desenvolvido: Nova Zelândia, 1988; Canadá, 1991; BCE, 1998
 - Mas um estudo recente do BCE argumenta que não resulta e só afecta crescimento económico
 - Política monetária ganha ascendência e política orçamental perde relevância
 - Mas este processo já vinha de trás, dos Monetaristas (M. Friedman, E. Phelps). Modelo de Mundell-Fleming dos anos 60 também sugere a superioridade da política monetária

REGRA DE TAYLOR

$$\text{Nominal Federal Funds Rate} = \text{Inflação} + 2,0 + 0,5 (\text{Inflação} - 2,0) + 0,5 (\text{hiato do produto})$$

- Taylor, J. (1993) "Discretion versus policy rules in practice". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 193-214.
- Clarida *et al.* (2000) mostram que a Reserva Federal seguiu a regra de Taylor durante os mandatos de Volcker e Greenspan, após 1979, com $\alpha_1=0,72$, mas que entre 1960 e 1978 a Reserva Federal não ligava à inflação, com $\alpha_1=-0,14$
- Ou seja, antes de Volcker, a Reserva Federal não respondia de forma suficientemente robusta a episódios de inflação.

NASCE UMA NOVA TEORIA PARA EXPLICAR O “EPISÓDIO VOLCKER”

A verdadeira “divina coincidência” em macroeconomia

- É necessária uma teoria macroeconómica para explicar o episódio Volcker de desinflação e a grande moderação
 - À imagem de Keynes e da sua Teoria Geral
- Nova síntese neoclássica, “a.k.a.” (t.c.c.) Modelo dos Novos Keynesianos
 - Modelos de Equilíbrio Geral Dinâmico e Estocástico *a la* modelos de ciclos económicos reais
 - Crescimento da economia determinado por crescimento do longo prazo (crescimento potencial)
 - Política monetária deve procurar controlar taxa de inflação e assegurar que a economia não cresce nem demasiado rápido nem demasiado lento (“goldilocks”)

CONCLUSÕES

Paul Volcker – importância histórica, mas não explica tudo

- Líderes académicos e políticos do mundo desenvolvido estavam preparados e acolheram as suas teses, que também agradaram ao sector financeiro
 - A política keynesiana (“the great society”) perdeu relevância
- Mas a sua convicção, argumentos e desempenho na Reserva Federal contribuíram para alterar a política monetária e o próprio sistema político dos EUA
- A perspectiva dominante da actualidade é que essa alteração da política monetária foi eficaz e explica a redução da taxa de inflação e o período da grande moderação que se seguiu

CONCLUSÕES

- Esse sucesso aparente da política monetária *a la Volcker* levou ao desenvolvimento de um novo modelo dominante, a nova síntese neoclássica
- A questão é se chegamos ao Fim da História (não de Francis Fukuyama, mas da ciência macroeconómica)...

... eu arriscaria dizer que não. Que estes tempos de taxas de juro negativas (e a crise financeira internacional de 2007-2009) podem sinalizar o princípio do fim da supremacia da política monetária!



OBRIGADO PELA ATENÇÃO