

MARRINER ECCLES, um homem muito à frente do seu tempo (anos 30) e do nosso também



"A good many people believe Marriner Eccles is the only thing standing between the United States and disaster." - TIME Magazine, 1936

Nota de editor:

Iniciámos no passado dia 1 de Fevereiro uma longa série - de mais de 50 textos - cuja última parte está ainda em preparação. A publicação de hoje **"Sobre as Variáveis Não Observáveis, as Variáveis Estrela"**, uma intervenção de Jerome Powell, presidente do Fed, em 2019, é o sexto texto da 6ª parte da série - **"6. De uma crise a outra, da crise dos anos 30 à crise dos anos de 2010-2020"**, parte que é composta por 11 textos.

Esta série é, desde logo, o resultado do labor incansável e da mais elevada competência do seu autor, Júlio Marques Mota, e, como o próprio refere, é um trabalho que leva mais de um ano em preparação e *"não foi um trabalho fácil porque, partindo do zero quase absoluto, tivemos de andar a deambular de texto em texto, aceitando uns, rejeitando outros, de referência*

bibliográfica em referência bibliográfica, cruzando textos e referências bibliográficas".

É com grande satisfação e orgulho que publicamos na língua portuguesa estes textos em torno das ideias e ações de Marriner Eccles, o mais brilhante de todos os Presidentes do Conselho de Governadores do FED nas palavras de Michael Pettis (e que fazemos nossas). Como diz Júlio Mota, "*Marriner Eccles é um dos maiores símbolos intelectuais da oposição fundamentada feita contra os teóricos criadores de catástrofes e os seus vassalos*" e cujas ideias e ação, segundo a Time referia em 1936, "*protegeram a América do abismo. Trata-se de ideias que na primeira metade do século XX ajudaram a fazer da América um grande país, e que vão contra as ideias destes falcões monetaristas (...) que querem fazer da Europa um insignificante continente*". E como conclui Júlio Mota os "*... tempos de ontem, afinal, não diferem muito dos tempos de hoje, a lembrar a frase de Peter Kenen: o mundo mudou muito, mas os problemas são os mesmos. Os problemas são os mesmos e os políticos, pelo que se vê, são também os mesmos. É exatamente isto que confere uma extrema atualidade aos textos que iremos apresentar em torno da obra de Marriner Eccles.*"

6. De uma crise a outra, da crise dos anos 30 à crise dos anos de 2010-2020

6.4. Três presidentes do FED versus Marriner Eccles:

Seleção e tradução de Júlio Marques Mota

30 m de leitura

6.4.3. Sobre as Variáveis Não Observáveis, as Variáveis Estrela.

A intervenção do presidente do Fed, Jerome Powell, em 24 de agosto de 2019 - Política Monetária numa Economia em Mudança ¹

¹ Intervenção realizada no simpósio patrocinado pelo Federal Reserve Bank of Kansas. Publicado na Viagem dos Argonautas em 6 de Outubro de 2019, ver [aqui](#).

*Como resulta da explicação avançada pelo presidente do Fed Jerome Powell - cujo mandato foi renovado pelo presidente Joe Biden em Novembro de 2021 - na sua intervenção feita em 2019, **Política Monetária numa Economia em Mudança**, as chamadas Variáveis Estrela que designam conceitos como "a taxa natural de desemprego", "o crescimento do produto potencial", "a taxa de juro real neutra" não são valores "diretamente observáveis, nem podem ser escolhidos por ninguém", ou seja, não têm qualquer sentido. Continua Powell, "em vez disso, estes valores resultam de uma miríade de interações por toda a economia". Parecem-se com as estrelas celestes diremos nós.*

Como Powell diz, bem cripticamente, "Navegar pelas estrelas pode parecer simples. No entanto, a política de orientação pelas estrelas na prática tem sido bastante desafiadora nos últimos tempos, porque as nossas melhores avaliações da localização das estrelas têm vindo a mudar significativamente". A este propósito, diz que "o FOMC tem estado a navegar entre os cardumes de sobreaquecimento e da escassez prematura com apenas uma visão nebulosa do que parecem estar a mudar as guias de navegação". Mais adiante acrescenta: "(...) as estrelas estão por vezes longe de estar onde as percebemos. Em particular, sabemos agora que o nível da taxa de desemprego em relação à nossa estimativa em tempo real de u^ será por vezes um indicador enganador do estado da economia ou da inflação futura. Em segundo lugar, o inverso também parece ser verdadeiro: a inflação pode já não ser o primeiro ou melhor indicador de um mercado de trabalho sob tensão e de pressões crescentes sobre a utilização de recursos."*

No último ponto do texto, A situação actual, parece concluir que tudo vai bem....como se resultasse das análises das variáveis não observáveis.... Ou do seu contrário, podem não resultar de uma análise dessas. Uma estranha maneira de ver a política económica, a de considerar que as políticas económicas devem ser desenhadas de forma a que as variáveis reais se aproximem das variáveis estrela que ninguém sabe onde estão.

É, pois, toda uma postura que diverge da abordagem de Marriner Eccles à economia, uma vez que este toma como referência as variáveis objetivo da macroeconomia política e democraticamente assumidas, a partir das quais se desenham as políticas macroeconómicas a seguir.



Política Monetária numa Economia em Mudança



Por Jerome H. Powell

Discurso do presidente do Federal Reserve Bank dos EUA, Jerome H. Powell, em Wyoming em 24 de agosto de 2019, no simpósio patrocinado pelo Federal Reserve Bank of Kansas City ([ver aqui](#))

Percepções Convencionais da Estrutura Macroeconómica

Estrelas em movimento durante a Normalização

Estrelas em Movimento e a Grande Inflação

A movimentação das estrelas e a "Nova Economia" do final da década de 1990

Gestão de Riscos em face das Estrelas em Movimento

A situação atual

Obrigado pela oportunidade de intervir aqui hoje. Quinze anos atrás, durante o período agora referido como a Grande Moderação, o tema deste simpósio foi "Adaptação a uma Economia em Mudança". Ao abrir os trabalhos, o então presidente Alan Greenspan declarou que "a incerteza não é apenas uma característica importante do cenário da política monetária; é a característica definidora desse cenário" [1]. À porta do período agora chamado de Crise Financeira Global, certamente poucos, senão nenhum, teriam imaginado, naquele simpósio, quão chocantemente diferentes seriam os próximos 15 anos dos 15 anos que os precederam.

Ao longo de uma longa recuperação, a economia dos EUA fortaleceu-se substancialmente. A taxa de desemprego caiu de forma constante por quase

nove anos e, com 3,9%, está agora perto de um recorde de baixa de 20 anos. A maioria das pessoas que procuram emprego podem encontrá-lo. A inflação subiu e agora está perto do objetivo do Comité Federal de Mercado Aberto (FOMC) de 2%, depois de ter estado de um modo geral abaixo desse nível durante seis anos. Com uma sólida confiança das famílias e das empresas, níveis saudáveis de criação de empregos, aumento dos rendimentos e a chegada de estímulos orçamentais, há bons motivos para esperar que esse forte desempenho continue.

Com o fortalecimento da economia, o FOMC aumentou gradualmente a taxa de fundos federais do seu nível mais baixo da era de crise, próximo de zero, para níveis mais normais. Também estamos a permitir que o volume dos nossos títulos em circulação - ativos adquiridos para apoiar a economia durante a profunda recessão e a longa recuperação - diminuam gradualmente à medida que esses títulos são pagos.

Explicarei hoje porque é que a opinião consensual do Comité é de que esse processo gradual de normalização continua a ser apropriado. Como sempre, há fatores de risco no exterior e internamente que, com o tempo, poderiam exigir uma resposta diferente da política, mas hoje vou-me afastar deles.

Em consonância com o espírito do tema deste ano do simpósio - as estruturas em mudança da economia -, gostaria também de observar brevemente que a economia dos EUA enfrenta uma série de desafios estruturais de longo prazo que estão, na sua maioria, fora do alcance da política monetária. Por exemplo, os salários reais, particularmente para os trabalhadores de rendimento médio e baixo, cresceram muito lentamente nas últimas décadas. A mobilidade económica nos Estados Unidos diminuiu e é agora menor do que na maioria das outras economias avançadas [2]. Resolver o problema do défice orçamental federal, que há muito se encontra numa trajetória insustentável, torna-se cada vez mais importante à medida que uma maior percentagem da população se reforma. Por último, é difícil dizer quando ou se a economia irá sair do seu modo de baixa produtividade da última década como o deve fazer para que os rendimentos aumentem significativamente ao longo do tempo.

Os meus colegas do FOMC e eu próprio acreditamos que podemos apoiar melhor o progresso nestas questões de longo prazo, seguindo o mandato do Federal Reserve e apoiando o crescimento económico de modo contínuo, um mercado de trabalho forte e inflação próxima de 2%. O tema da gestão da incerteza na formulação de políticas continua a ser particularmente importante. Vou-me concentrar hoje numa das muitas facetas da incerteza discutidas no simpósio de 2003 - incerteza quanto à localização de variáveis

macroeconómicas importantes, como a taxa natural de desemprego. Um bom ponto de partida é começar com duas questões de sentido oposto que surgem regularmente nas discussões sobre política monetária dentro e fora do Fed:

1. Com a taxa de desemprego bem abaixo das estimativas do seu nível normal de longo prazo, porque é que o FOMC não está a apertar a política monetária de modo mais acentuado para evitar o sobreaquecimento e a inflação?
2. Sem nenhum sinal claro de haver um problema de inflação, porque é que o FOMC está a apertar a política, correndo o risco de asfixiar o crescimento do emprego e a expansão contínua?

Estas perguntas parecem-me representar os dois erros que o Comité está sempre a procurar evitar à medida que as expansões continuam - mover-se demasiado rapidamente e desnecessariamente encurtando a expansão, versus mover-se muito lentamente e arriscar um sobreaquecimento desestabilizador. Como discutirei, a tarefa de evitar esses erros torna-se um desafio hoje porque a economia tem vindo a mudar através de formas que são difíceis de detetar e medir em tempo real. Em primeiro lugar, apresentarei uma visão padrão de um pequeno conjunto de relações básicas que se pensa refletirem aspetos-chave da estrutura subjacente da economia. Em seguida, utilizarei esse quadro para explicar o papel que a mudança estrutural desempenha nas nossas atuais deliberações políticas, concentrando-me na forma como esse papel foi moldado por dois episódios históricos.

Perceções Convencionais da Estrutura Macroeconómica

Nos modelos convencionais da economia, quantidades económicas importantes como a inflação, desemprego e a taxa de crescimento do produto interno bruto (PIB) flutuam em torno de valores considerados "normais", ou "naturais", ou "desejados". O FOMC escolheu um objetivo de inflação de 2 por cento como um destes valores desejados. Os outros valores não são diretamente observados, nem podem ser escolhidos por ninguém. Em vez disso, estes valores resultam de uma miríade de interações por toda a economia. No Resumo das Projeções Económicas (SEP) trimestral do FOMC, os participantes expressam as suas opiniões individuais sobre os valores normais de longo prazo para a taxa de crescimento do PIB, a taxa de desemprego e para a taxa dos fundos federais.

Estas características estruturais fundamentais da economia são também conhecidas por nomes mais familiares, tais como "taxa natural de desemprego" e "crescimento do produto potencial". A taxa de juro de longo

prazo dos fundos federais menos a inflação de longo prazo é a "taxa de juro real neutra". No Fed e em outros lugares, os analistas falam sobre esses valores com tanta frequência que adquiriram nomes abreviados. Por exemplo, u^* (pronuncia-se "u star") é a taxa natural de desemprego, r^* ("r star") é a taxa de juro real neutra, e π^* ("pi star") é o objetivo da inflação. De acordo com o pensamento convencional, os formuladores de políticas devem navegar por essas estrelas [3]. Nesse sentido, elas são muito parecidos com as estrelas celestes.

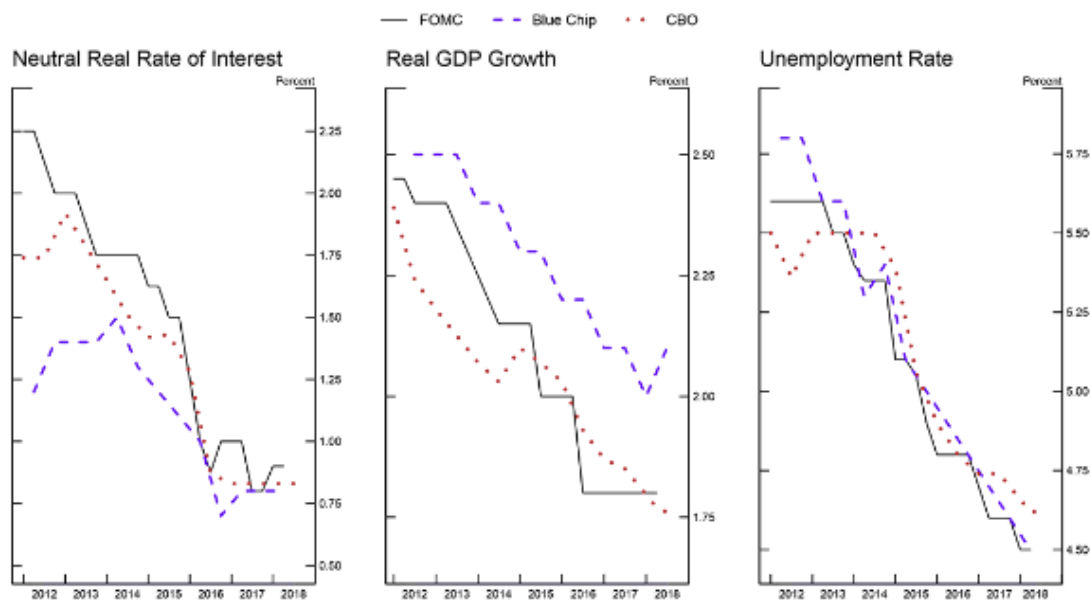
Por exemplo, a famosa regra de Taylor pede que se estabeleça a taxa de fundos federais com base na posição da inflação e do desemprego em relação às estrelas referidas [4]. Se a inflação for superior a π^* , aumenta a taxa real de fundos federais em relação a r^* . A taxa de juro real mais elevada tenderá, através de vários canais, a moderar os gastos das empresas e das famílias, o que reduzirá a pressão ascendente sobre os preços e os salários à medida que a economia arrefece. Em contraste, se a taxa de desemprego estiver acima de u^* , reduz-se a taxa real dos fundos federais em relação a r^* , o que estimulará a despesa e aumentará o emprego.

Navegar pelas estrelas pode parecer simples. No entanto, a política de orientação pelas estrelas na prática tem sido bastante desafiadora nos últimos tempos, porque as nossas melhores avaliações da localização das estrelas têm vindo a mudar significativamente.

Estrelas em movimento durante a Normalização

Em dezembro de 2013, o FOMC começou a encerrar o programa final de compra de ativos da era da crise. As compras de ativos caíram para zero ao longo de 2014 e, em dezembro de 2015, o FOMC iniciou a normalização gradual das taxas de juros que continua até hoje. À medida que a normalização avançou, os participantes do FOMC e muitos outros analistas do setor privado e público ajustaram regularmente as suas avaliações das estrelas (figura 1).

Figure 1. Real-Time Projections of Longer-Run Normal Values



Note: The Federal Open Market Committee (FOMC) data are quarterly, extend through June 2018, and are projections of longer-term normal. The Blue Chip data are biannual, extend through June 2018, and are projections for 6 to 10 years in the future. The Congressional Budget Office (CBO) data are biannual and extend through August 2018. For the left two panels, the projections are for 10 years in the future; the right panel shows the natural rate projection for the current quarter at the time of the projection. The neutral real interest rate is the three-month Treasury bill rate projection (Blue Chip and CBO) or the federal funds rate projection (FOMC) minus the source's inflation projection. GDP is gross domestic product.

Source: For FOMC, Summary of Economic Projections, available on the Board's website at <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcalendars.htm>; for Blue Chip, Wolters Kluwer, Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts; for CBO, Congressional Budget Office (*The Budget and Economic Outlook*) and Federal Reserve Bank of St. Louis (ALFRED).

Correction: In the original figure, CBO potential output growth as of August 2018 was incorrectly reported; the value has been corrected to 1.8 percent.

Muitas projeções da taxa natural de desemprego caíram aproximadamente 1 ponto percentual completo, assim como as avaliações da taxa de juros neutra. As estimativas da taxa de crescimento potencial do PIB caíram cerca de 1/2 ponto percentual.

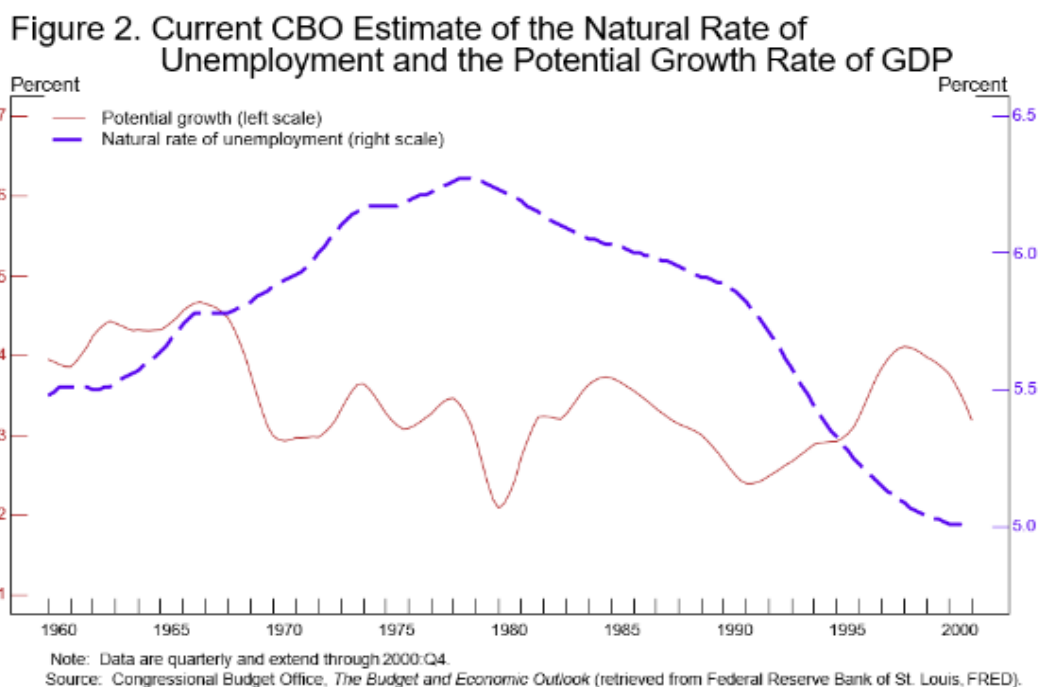
Estas avaliações em mutação têm grandes implicações. Por exemplo, a queda de 1 ponto percentual na taxa de juros neutra implica que a taxa de juros federal estava consideravelmente mais próxima do seu normal de longo prazo e, portanto, que a política era menos acomodatória do que se pensava no início da normalização. A queda de 1 ponto percentual na taxa natural de desemprego implica actualmente que cerca de mais 1,6 milhões de pessoas teriam emprego quando o desemprego está no seu nível de longo prazo. Estas mudanças nas estrelas geralmente refletem as tentativas dos analistas de ajustar as suas estimativas com o aparecimento de novos dados macroeconómicos. Por exemplo, à medida que a taxa de desemprego caiu para, e depois abaixo das estimativas da sua taxa natural, muitos esperavam que a inflação subisse. Quando, em vez disso, a inflação se deslocou para o lado, uma inferência razoável foi que a taxa natural era mais baixa do que se pensava anteriormente. Além disso, durante este período, o crescimento do PIB foi mais lento do que se poderia esperar com base no rápido declínio do

desemprego e na conhecida relação entre o produto e o desemprego, conhecida como a lei de Okun. Por outras palavras, o crescimento da produtividade do trabalho foi consistentemente decepcionante, o que levantou a questão de saber se esse déficit era temporário, talvez devido aos ventos contrários da crise - ou se fazia parte de uma nova normal.

Estas avaliações dos valores das estrelas são imprecisas e sujeitas a revisão posterior. Voltando à metáfora náutica, o FOMC tem estado a navegar entre os cardumes de sobreaquecimento e da escassez prematura com apenas uma visão nebulosa do que parecem estar a mudar as guias de navegação. A nossa abordagem a este desafio foi moldada por dois episódios históricos muito discutidos - a Grande Inflação dos anos 60 e 70 e o período da "nova economia" do final dos anos 90.

Estrelas em Movimento e a Grande Inflação

Embora a crise e as suas consequências tenham sido extraordinárias em muitos aspetos, a mudança das estrelas não é uma delas. A Figura 2 ilustra a estimativa atual do Gabinete do Orçamento do Congresso (CBO) dos movimentos da taxa natural de desemprego e do crescimento potencial do PIB entre 1960 e 2000 [5].

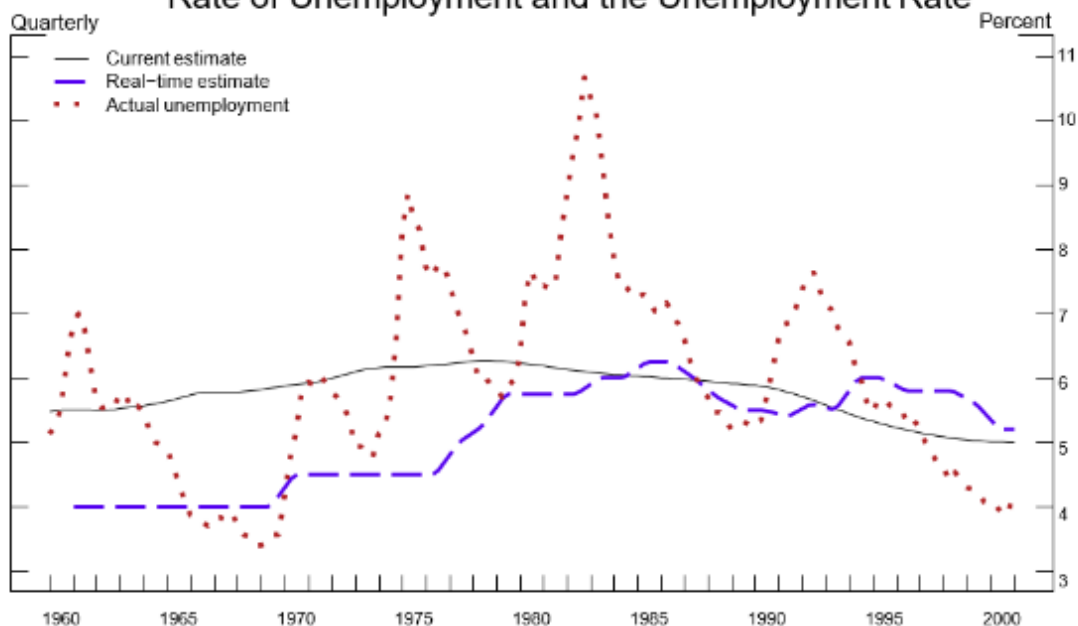


Face aos altos e baixos observados ao longo destas quatro décadas, as mudanças recentes nos valores de longo prazo não são assim tão dramáticas. Naturalmente, estas estimativas da CBO beneficiam de muitos anos de retrospectiva, ao passo que a política monetária deve basear-se em avaliações efetuadas em tempo real. O período da Grande Inflação ilustra bem as dificuldades que esta diferença levanta.

Por volta de 1965, os Estados Unidos entraram num período de inflação elevada e volátil que terminou com uma inflação de dois dígitos no início dos anos 80. Vários fatores, incluindo erros de política monetária, contribuíram para a Grande Inflação. Muitos investigadores concluíram que um erro fundamental foi que os formuladores de políticas monetárias colocaram demasiada ênfase na imprecisão - e, ao que parece, no excesso de otimismo - das estimativas em tempo real da taxa natural de desemprego.[6]

A Figura 3 compara a visão atual da CBO sobre a taxa natural de desemprego naquela época com uma estimativa de Athanasios Orphanides e John Williams da taxa como os formuladores de políticas a entenderam em tempo real.

Figure 3. Current and Real-Time Assessments of the Natural Rate of Unemployment and the Unemployment Rate

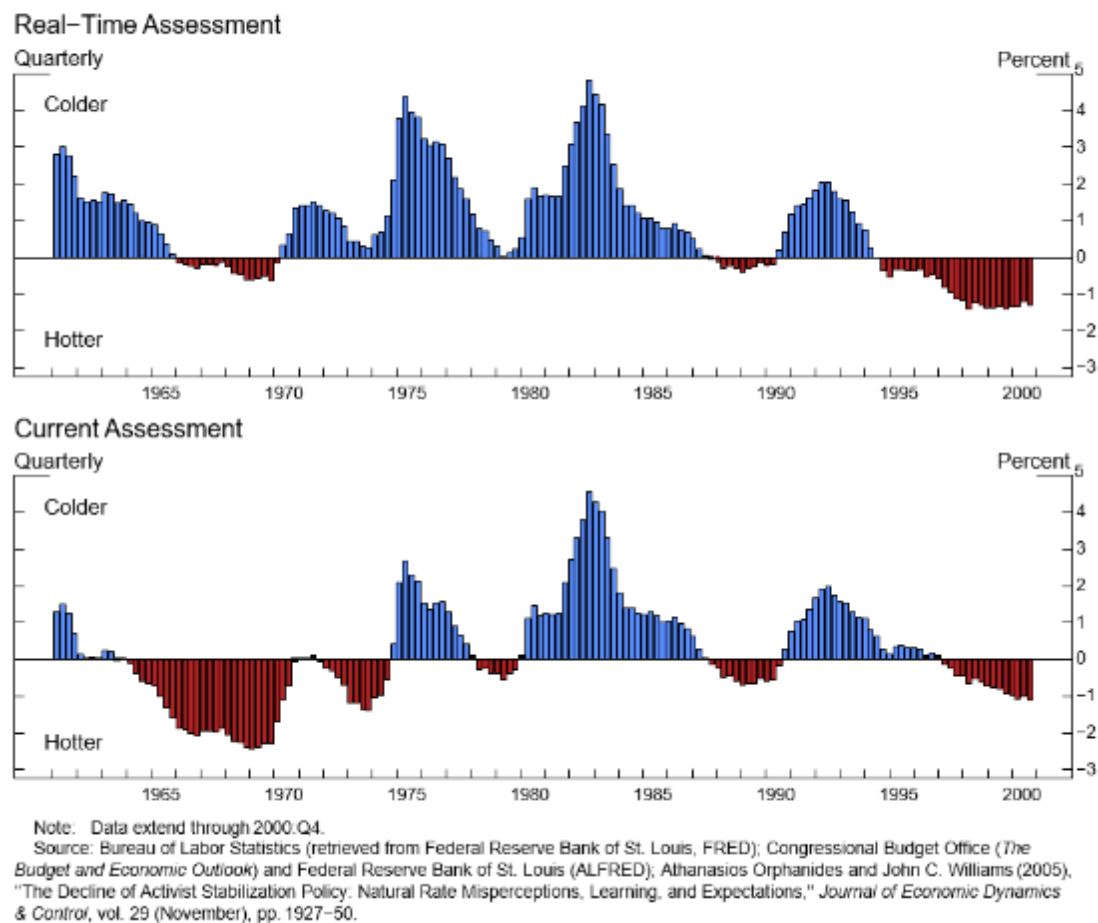


Note: Data extend through 2000:Q4. Data for the real-time estimate begin in January 1961.
Source: Bureau of Labor Statistics (retrieved from Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED); Congressional Budget Office (*The Budget and Economic Outlook*) and Federal Reserve Bank of St. Louis (ALFRED); Athanasios Orphanides and John C. Williams (2005), "The Decline of Activist Stabilization Policy: Natural Rate Misperceptions, Learning, and Expectations," *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 29 (November), pp. 1927–50.

De 1965 até ao início da década de 1980, esta estimativa em tempo real de u^* estava bem abaixo de onde a retrospectiva agora a coloca. A taxa de desemprego durante esse período estava geralmente bem acima da taxa

natural em tempo real, e os documentos contemporâneos revelam que os formuladores de políticas estavam cautelosos em empurrar a taxa de desemprego ainda mais acima de u^* (figura 4, painel superior) [7]. Com o benefício da retrospectiva, agora pensamos que, exceto por alguns anos em meados da década de 1970, o mercado de trabalho estava tenso e contribuindo para o aumento da inflação (figura 4, painel inferior).

Figure 4. Unemployment Rate Relative to Assessments of the Natural Rate



É agora claro que o FOMC tinha colocado demasiada ênfase nas suas estimativas imprecisas de u^* e pouca ênfase na evidência de expectativas de inflação crescentes. A Grande Inflação, no entanto, provocou uma "revolução de expectativas" no pensamento macroeconómico, com uma lição extremamente importante para os formuladores de políticas monetárias: ancorar as expectativas de inflação a mais longo prazo é uma condição prévia vital para alcançar todos os outros objetivos de política monetária [8].

Quando as expectativas de inflação a mais longo prazo estão ancoradas, desenvolvimentos imprevistos podem empurrar a inflação para cima ou para

baixo, mas as pessoas esperam que a inflação regresse rapidamente ao valor desejado. Esta é a principal ideia subjacente à adoção generalizada dos objetivos de inflação pelos bancos centrais na sequência da Grande Inflação. As expectativas ancoradas dão ao banco central maior flexibilidade para estabilizar o desemprego e a inflação. Quando um banco central atua para estimular a economia para reduzir o desemprego, a inflação pode ultrapassar a meta de inflação do banco. Com as expectativas ancoradas, as pessoas esperam que o banco central siga políticas que tragam a inflação para os valores esperados e as expectativas de inflação de longo prazo não aumentam. Assim, a política pode ser um pouco mais acomodatória do que se os formuladores de políticas tivessem que compensar um aumento nas expectativas de longo prazo.

A movimentação das estrelas e a "Nova Economia" do final da década de 1990

A segunda metade da década de 1990 confrontou os decisores políticos com uma situação que foi, de certa forma, o reverso da medalha da Grande Inflação. Em meados de 1996, a taxa de desemprego era inferior à taxa natural, tal como vista em tempo real, e muitos participantes no FOMC e outros previam um crescimento acima do potencial da economia. No FOMC crescia o sentimento de aumentar a taxa de fundos federais a fim de evitar o risco de aumento da inflação [9]. Mas o presidente Greenspan tinha um palpite de que os Estados Unidos estavam a viver as maravilhas de uma "nova economia", na qual um maior crescimento da produtividade permitiria um crescimento mais rápido da produção e uma redução do desemprego, sem riscos sérios de inflação. Greenspan defendeu que o FOMC deveria adiar os aumentos das taxas.

Nos dois anos seguintes, graças à sua considerável firmeza, Greenspan prevaleceu e o FOMC aumentou a taxa dos fundos federais apenas uma vez entre meados de 1996 e finais de 1998 [10]. A partir de 1996, a economia floresceu e a taxa de desemprego caiu, mas, contrariamente à sabedoria convencional na altura, a inflação caiu [11].

Mais uma vez, as estrelas em movimento ajudam a explicar o desempenho da inflação, que muitos tinham visto como um quebra-cabeças. Enquanto durante o período da Grande Inflação a taxa natural de desemprego em tempo real estava bem abaixo da nossa avaliação atual sobre esse tempo, no período da nova economia, essa relação foi revertida (figura 3). O mercado de trabalho parecia estar apertado e a ficar mais apertado em tempo real, mas, em

retrospectiva, estimamos que havia folga no mercado de trabalho em 1996 e início de 1997, e que o mercado de trabalho só se apertou consideravelmente em 1998 (figura 4). Greenspan também tinha razão quanto a que a taxa de crescimento potencial se tinha deslocado para cima. Em retrospectiva, reconhecemos hoje que um crescimento potencial mais alto poderia acomodar o crescimento muito forte que realmente se materializou, sem falar do crescimento moderado que os formuladores de políticas públicas estavam a prever [12].

Assim, o FOMC evitou o erro da era da Grande Inflação de enfatizar excessivamente as estimativas imprecisas das estrelas. Sob a direção do presidente Greenspan, o Comité convergiu para uma estratégia de gestão de riscos que pode ser expressa por uma simples formulação: vamos esperar mais uma reunião; se houver sinais mais claros de inflação, começaremos a apertar [13]. Reunião após reunião, o Comité suspendeu o aumento das taxas, acreditando que os sinais de aumento da inflação logo apareceriam. E, reunião após reunião, a inflação caiu gradualmente.

Em retrospectiva, pode parecer estranho que tenha sido preciso muita coragem para defender "vamos esperar mais uma reunião", já que a inflação foi baixa e em queda. No entanto, a sabedoria convencional na época ainda pedia que os formuladores de políticas respondessem preventivamente ao risco de inflação - mesmo quando esse risco era obtido principalmente a partir de avaliações vagas e em tempo real das estrelas. Com a experiência no período da nova economia, os formuladores de políticas estavam a começar a verificar que, com as expectativas de inflação muito mais ancoradas do que antes, havia um risco menor de que um aumento da inflação sob a abordagem "esperar para ver" de Greenspan se tornasse um problema significativo.

Gestão de Riscos em face das Estrelas em Movimento

Dado o que a economia nos mostrou nos últimos 15 anos, a necessidade do tipo de abordagem de gestão de risco que teve origem na era da nova economia é mais clara do que nunca. Essa abordagem continua a evoluir com base na experiência e na crescente literatura sobre política monetária e incerteza estrutural

A experiência revelou duas realidades sobre a relação entre inflação e desemprego, e estas estão diretamente relacionadas com as duas questões com que comecei. Em primeiro lugar, as estrelas estão por vezes longe de estar onde as percebemos. Em particular, sabemos agora que o nível da taxa

de desemprego em relação à nossa estimativa em tempo real de u^* será por vezes um indicador enganador do estado da economia ou da inflação futura. Em segundo lugar, o inverso também parece ser verdadeiro: a inflação pode já não ser o primeiro ou melhor indicador de um mercado de trabalho sob tensão e de pressões crescentes sobre a utilização de recursos. Parte da razão pela qual a inflação envia um sinal mais fraco é, sem dúvida, a realização de expectativas de inflação ancoradas e a correspondente diminuição da curva de Phillips [14]. Qualquer que seja a causa, no período que antecedeu as duas últimas recessões, os excessos desestabilizadores surgiram principalmente nos mercados financeiros e não na inflação. Assim, a gestão do risco sugere que se procure sinais de excessos para além da inflação.

Essas duas realidades apresentam desafios. A literatura sobre a incerteza analisada no simpósio de 2003 - e muito refinada desde então - fornece conselhos importantes sobre como a política deve responder, embora ainda não tenha, a meu ver, uma receita ou regra explícita que um banco central prudente deva seguir [15]. A literatura sobre regras robustas, tais como as chamadas regras de diferença, por exemplo, apoia a ideia de colocar menos ênfase no nível de desemprego em relação à u^* [16]. A prática do FOMC de olhar para uma ampla gama de indicadores ao avaliar o estado do mercado de trabalho tem sido explicitamente parte da Declaração do FOMC sobre Objetivos de Longa Duração e Estratégia de Política Monetária desde a sua criação em 2012 [17]. Expandimos grandemente o âmbito da nossa vigilância para sinais de tensão do mercado de trabalho e de excessos desestabilizadores mais em geral.

Os riscos de uma má perceção das estrelas também desempenham agora um papel proeminente nas deliberações do FOMC. Um documento da equipa do Federal Reserve Board é um exemplo recente de uma série de pesquisas que ajuda os participantes do FOMC a visualizar e gerir esses riscos [18]. A pesquisa relata simulações dos resultados económicos que podem resultar sob várias regras de política e perceções erróneas dos formuladores de políticas sobre a economia. Uma conclusão geral é que uma abordagem única e simples à política monetária não é provável que seja apropriada numa vasta gama de cenários plausíveis [19]. Mais concretamente, simulações como estas informam a nossa gestão de risco, avaliando a probabilidade de que uma perceção errada conduza a resultados adversos, tais como uma inflação abaixo de zero ou acima de 5 por cento.

Finalmente, a literatura sobre incerteza estrutural sugere alguns esclarecimentos mais amplos. Essa literatura começou com o trabalho de William Brainard e o conhecido princípio de Brainard, que recomenda que

quando estiver incerto sobre os efeitos das suas ações, deve-se movimentar de forma conservadora [20].

Por outras palavras, quando não tiver certeza da potência de um medicamento, comece com uma dose um pouco menor. Como Brainard deixou claro, esta não é uma verdade universal, e estudos recentes destacam dois casos particularmente importantes em que fazer muito pouco tem custos mais altos do que fazer muito. O primeiro caso é quando se tenta evitar eventos severamente adversos, como uma crise financeira ou um período prolongado com taxas de juros no limite inferior efetivo [21]. Em tais situações, as famosas palavras "Faremos o que for preciso" provavelmente serão mais eficazes do que "Tomaremos medidas cautelosas para fazer o que for preciso". O segundo caso é quando as expectativas de inflação ameaçam ficar sem ancoragem. Se as expectativas começarem a divergir, a realidade ou a expectativa de uma resposta inicial fraca poderia exacerbar o problema [22]. Estou confiante de que o FOMC "faria tudo o que fosse necessário" se as expectativas de inflação subissem ou descessem materialmente ou se a crise voltasse a ameaçar. Além disso, uma década de reformas regulatórias e avanços do setor privado aumentaram muito a força e a resiliência do sistema financeiro, com o objetivo de reduzir a probabilidade de que os inevitáveis choques financeiros se tornem crises.

A situação atual

Deixem-me concluir voltando à questão da navegação entre os dois riscos que identifiquei - mover-se muito rápido e desnecessariamente encurtar a expansão, versus mover-se muito devagar e arriscar um sobreaquecimento desestabilizador. Os leitores das atas das reuniões do FOMC e de outras comunicações saberão que as nossas discussões se centram fortemente na importância relativa destes riscos. A diversidade de opiniões no FOMC é uma das grandes virtudes do nosso sistema. Apesar de opiniões divergentes sobre estas e outras questões, temos uma longa tradição institucional de encontrar uma base comum em torno de uma postura política.

Vejo o caminho atual de aumentar gradualmente as taxas de juro como a abordagem do FOMC para levar a sério estes dois riscos. Embora a taxa de desemprego seja inferior à estimativa do Comité da taxa natural de longo prazo, as estimativas desta taxa são bastante incertas. O mesmo se aplica às estimativas da taxa de juro neutra. Referimo-nos, portanto, a muitos indicadores para avaliar o grau de folga da economia ou o grau de acomodação na atual orientação política. Estamos também cientes de que, ao longo do

tempo, a inflação se tornou muito menos sensível a mudanças na utilização dos recursos.

Embora a inflação tenha subido recentemente perto dos 2%, não vimos sinais claros de uma aceleração acima dos 2%, e não parece haver um risco elevado de sobreaquecimento. Esta é uma boa notícia, e acreditamos que esta boa notícia resulta em parte do processo de normalização em curso, que aproximou gradualmente a posição da política da avaliação aproximada do FOMC de neutra à medida que a expansão continuou a verificar-se. Como a declaração mais recente do FOMC indica, se o forte crescimento do rendimento e do emprego continuar, mais aumentos graduais na faixa alvo para a taxa de fundos federais serão provavelmente apropriados.

A economia está forte. A inflação está próxima de nosso objetivo de 2%, e a maioria das pessoas que querem um emprego está a encontrá-lo. Os meus colegas e eu estamos a monitorizar cuidadosamente os dados recebidos, e estamos a definir uma política para fazer o que a política monetária pode fazer para apoiar o crescimento contínuo, um mercado de trabalho forte e uma inflação próxima a 2%.

Referências

Bernanke, Ben S. (2007). "Inflation Expectations and Inflation Forecasting," speech delivered at the Monetary Economics Workshop of the National Bureau of Economic Research Summer Institute, Cambridge, Mass., July 10.

Blinder, Alan S., and Ricardo Reis (2005). "Understanding the Greenspan Standard (PDF)," paper presented at "The Greenspan Era: Lessons for the Future," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, held in Jackson Hole, Wyo., August 25-27.

Blinder, Alan S., and Janet L. Yellen (2001). *The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s*. New York: Century Foundation Press.

Board of Governors of the Federal Reserve System (various years). Bluebook (Monetary Policy Alternatives). Washington: Board of Governors, June 1996-December

1998, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc_historical_year.htm.

----- (1996). "Monetary Policy Report to the Congress (PDF)," *Federal Reserve Bulletin*, vol. 82 (August), pp.701-16.

----- (1997). "Monetary Policy Report to the Congress (PDF)," *Federal Reserve Bulletin*, vol. 83 (August), pp. 641-58.

----- (1998). "Monetary Policy Report to the Congress (PDF)," *Federal Reserve Bulletin*, vol. 84 (August), pp. 585-603.

----- (2018). "Federal Open Market Committee Reaffirms Its 'Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy,'" press release, January 31.

Brainard, William C. (1967). "Uncertainty and the Effectiveness of Policy," *American Economic Review*, vol. 57 (May, Papers and Proceedings), pp. 411-25.

Burns, Arthur F. (1979). "The Anguish of Central Banking (PDF)," speech delivered at the 16th annual Per Jacobsson Lecture, Belgrade, September 30.

Chetty, Raj, David Grusky, Maximilian Hell, Nathaniel Hendren, Robert Manduca, and Jimmy Narang (2017). "The Fading American Dream: Trend in Absolute Income Mobility since 1940," *Science*, vol. 356 (April), pp. 398-406.

Chetty, Raj, Nathaniel Hendren, Patrick Kline, and Emmanuel Saez (2014). "Where Is the Land of Opportunity? The Geography of Intergenerational Mobility in the United States," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 129 (November), pp. 1553-623.

Erceg, Christopher, James Hebden, Michael Kiley, David López-Salido, and Robert Tetlow (2018). "Some Implications of Uncertainty and Misperception for Monetary Policy (PDF)," Finance and Economics Discussion Series 2018-059. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, August, <https://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2018.059>.

Feldstein, Martin (2003). "Overview (PDF)," panel remarks delivered at "Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, held in Jackson Hole, Wyo., August 28-30.

Fischer, Stanley (2003). "Overview (PDF)," panel remarks delivered at "Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, held in Jackson Hole, Wyo., August 28-30.

Greenspan, Alan (2003). "Opening Remarks (PDF)," speech delivered at "Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, held in Jackson Hole, Wyo., August 28-30.

Kiley, Michael T. (2015). "Low Inflation in the United States: A Summary of Recent Research," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, November 23.

Meyer, Laurence H. (1996). "Monetary Policy Objectives and Strategy," speech delivered at the 38th Annual Meeting of the National Association of Business Economists, Boston, September 8.

----- (2004). *A Term at the Fed: An Insider's View*. New York: Harper Business.

Orphanides, Athanasios, and John C. Williams (2013). "Monetary Policy Mistakes and the Evolution of Inflation Expectations," in Michael D. Bordo and Athanasios Orphanides, eds., *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 255-88.

Reifschneider, David, and John C. Williams (2000). "Three Lessons for Monetary Policy in a Low-inflation Era," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32 (February), pp. 936-66.

Romer, Christina D., and David H. Romer (2002). "The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy (PDF)," paper presented at "Rethinking Stabilization Policy," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, held in Jackson Hole, Wyo., August 29-31.

Sargent, Thomas J. (2002). "Commentary: The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy (PDF)," paper presented at "Rethinking Stabilization Policy," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, held in Jackson Hole, Wyo., August 29-31.

Söderström, Ulf (2002). "Monetary Policy with Uncertain Parameters," *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 104 (March), pp. 125-45.

Taylor, John B. (1993). "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, vol. 39 (December), pp. 195-214.

Taylor, John B., and John C. Williams (2011). "Simple and Robust Rules for Monetary Policy," in Benjamin M. Friedman and Michael Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3B. Amsterdam: North-Holland, pp. 829-59.

Walsh, Carl E. (2003). "Implications of a Changing Economic Structure for the Strategy of Monetary Policy (PDF)," paper presented at "Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, held in Jackson Hole, Wyo., August 28-30.

Wilkins, Carolyn A. (2017). "Embracing Uncertainty in the Conduct of Monetary Policy (PDF)," speech delivered to the Money Marketeers of New York University, New York, November 15.

Yellen, Janet L. (2003). "Overview (PDF)," panel remarks delivered at "Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, held in Jackson Hole, Wyo., August 28-30.

----- (2015). "Inflation Dynamics and Monetary Policy," speech delivered at the Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, September 24.

NOTAS

[1] Ver Greenspan (2003), p. 1

[2] Ver Chetty e outros (2014) e Chetty e outros (2017).

[3] Nesta apresentação, vou contornar a questão da navegação por versões de curto versus longo prazo das estrelas. Os desafios que irei salientar são, a meu ver, mais difíceis, e os argumentos a favor de uma abordagem cuidadosa de gestão de riscos são reforçados pela necessidade de considerar tanto as versões de curto como de longo prazo das estrelas.

[4] A regra Taylor original (Taylor, 1993) utiliza o produto em relação ao potencial em vez do desemprego em relação à sua taxa natural. Ambos os formulários são agora conhecidos como regras de Taylor.

[5] Estou a utilizar as estimativas da CBO para reflectir uma visão convencional ao longo desse período de tempo, uma vez que os valores a mais longo prazo do SEP só foram reportados desde 2009.

[6] Ver, por exemplo, Burns (1979), Orphanides e Williams (2013), e as suas fontes. Romer e Romer (2002) e Sargent (2002) debatem factores adicionais que podem ter desempenhado um papel importante. Não há dúvida, porém, de que os formuladores de políticas perceberam mal a taxa natural de desemprego, e Orphanides e Williams mostram que a percepção errada da

taxa natural de desemprego por si só teria sido suficiente para gerar resultados como a Grande Inflação.

[7] Ver discussão na nota 6.

[8] Muitos banqueiros centrais fizeram este caso; ver, por exemplo, Bernanke (2007) e Yellen (2015).

[9] Esta conta é extraída de várias contas do período: Blinder e Yellen (2001), Blinder e Reis (2005), Meyer (1996), Meyer (2004), e documentos do livro azul do Federal Reserve de Junho 1996 até Dezembro 1998 (Board of Governors, vários anos).

[10] No segundo semestre de 1998, interveio um incumprimento da dívida russa e outra instabilidade financeira em curso na Ásia, tendo o FOMC reduzido rapidamente a taxa dos fundos federais em 3/4 pontos percentuais.

[11] Por dados atuais, ao longo dos oito trimestres iniciados em 1996:T3, a inflação básica de PCE (despesas de consumo pessoal) caiu de 1,8% para 1,3%.

[12] Durante esse período, os participantes do FOMC apresentaram previsões de seis trimestres a cada mês de julho como parte do Relatório Semestral de Política Monetária do Fed ao Congresso. Em julho de 1996 a 1998, o FOMC previu um crescimento muito próximo ou acima das estimativas em tempo real do crescimento potencial. O crescimento previsto é bastante inferior às atuais estimativas de crescimento do produto potencial. Para as previsões ver Board of Governors (1996, 1997, 1998).

[13] Para uma discussão mais completa da conta muito vnetilada aqui, veja as fontes na nota 9.

[14] Kiley (2015) analisa a literatura sobre este ponto.

[15] A literatura foi revista por Walsh no simpósio de 2003; ver Walsh (2003). Também do mesmo simpósio, ver, por exemplo, Greenspan (2003), Feldstein (2003), Fischer (2003) e Yellen (2003). Para uma perspectiva mais recente, ver Wilkins (2017).

[16] Ver Taylor e Williams (2011). Note-se que a literatura de regras robustas não sugere que se ignore a noção geral de restrição do mercado de trabalho ou da utilização de recursos de uma forma mais geral. De facto, as regras robustas reflectem frequentemente a restritividade através da alteração da taxa de desemprego. Em vez disso, a questão é saber qual a melhor forma de ter em conta as restrições do mercado de trabalho quando as melhores estimativas de u^* são muito imprecisas. Ver também Erceg e outros (2018).

[17] Ver Board of Governors (2018).

[18] Ver Erceg e outros (2018).

[19] O artigo ilustra que algumas intuições padrão não resistem em todas as circunstâncias. Ao seguir uma regra padrão de Taylor e enfrentar uma curva de Phillips muito plana, por exemplo, nem sempre é um bom conselho reduzir o peso na diferença entre desemprego e u^* e aumentar o peso na inflação ao fazer política. Ver Erceg e outros (2018).

[20] Ver Brainard (1967).

[21] Ver Reifschneider e Williams (2000).

[22] Ver Söderström (2002).