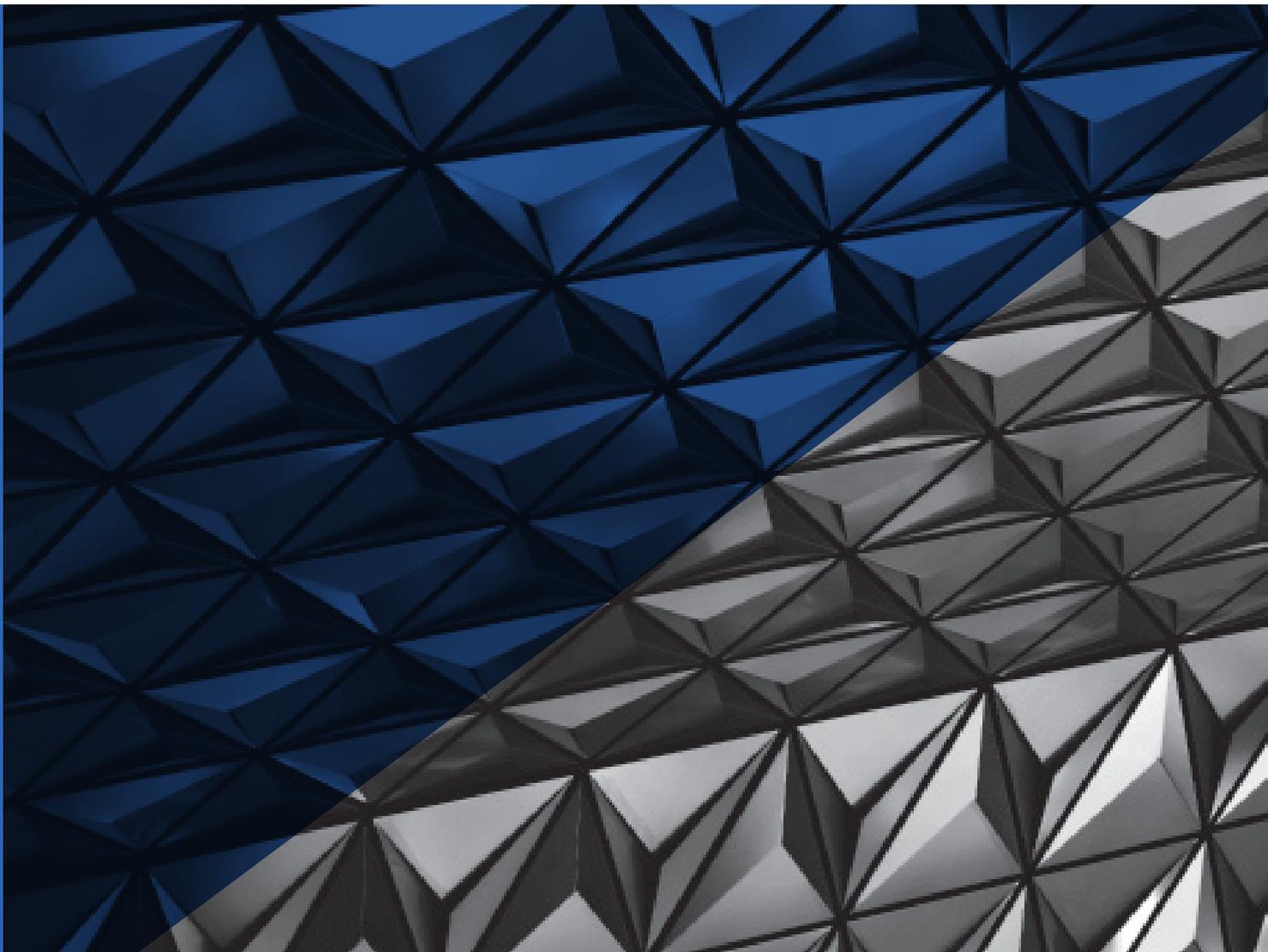


# **A UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA DEPOIS DO TRATADO DE LISBOA**

(OU, A TIMIDEZ MONETARISTA EM TEMPOS DE  
PANDEMIA FINANCEIRA)

---

**FERNANDO ARAÚJO**



# A União Económica e Monetária depois do Tratado de Lisboa (ou, A Timidez Monetarista em Tempos de Pandemia Financeira)

Fernando Araújo

**Sumário: 1. A Continuidade das Intenções. 2. Das Intenções à Prática. 3. A Resistência Keynesiana. 4. A Conspiração dos Ministros: o Eurogrupo. 5. A Crise Financeira e a «Rectificação Salva-Vidas». 6. Alerta de Pandemia. A «Hot Zone» Financeira. 7. As Bactérias na Placa de Petri. 8. Desconsiderando a Regra de «No Bailout». 9. A Redenção Monetarista? 10. Independência e «Regra de Taylor». 11. A Presidente Ideal do Banco Central Europeu: uma Proposta Modesta. 12. Problemas de Credibilidade numa União Monetária. 13. O «Salva-Vidas» Salva Vidas?**

## 1. A Continuidade das Intenções.

Partindo-se do princípio de que a União Europeia (UE) e a União Económica e Monetária (UEM) são meros instrumentos num esforço de integração económica e de harmonização e liberalização dos movimentos de capitais dentro desse espaço integrado, há que não dramatizar o impacto de meros eventos políticos sobre o quadro e a articulação recíproca desses instrumentos – pois a manutenção do intuito integrador a tudo sobrelevará, presume-se.

As tribulações do «Tratado de Lisboa» podem alimentar as páginas dos jornais e servir para o protagonismo de sensacionalistas e de políticos – mas não é expectável que interfiram mais do que superficialmente na natureza das relações entre UE e UEM, na necessidade de cada uma delas para o pleno desenvolvimento da outra, nos requisitos estruturais que têm que estar verificados para que a integração monetária seja um facto, nas fragilidades inerentes à consumação histórica de projectos desta dimensão e desta ambição.

Claro está que, por erosão, a turbulência dos eventos políticos pode acabar por inflectir o rumo inicialmente traçado, a arquitectura prevista, os equilíbrios alcançados – mais a mais se vier a descobrir-se que essa turbulência é sintomática de constatações de inadaptação e de desejos de mudança, sempre expectáveis num espaço dominado por regimes democráticos estruturalmente presos a cadências político-eleitorais.

Por enquanto, o «Tratado de Lisboa» não pôs em crise, aparentemente, a intenção de que a UEM continue a ser, ao menos no papel, a mais ambiciosa e congruente aplicação da ortodoxia monetarista até hoje tentada<sup>1</sup>.

O Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE) continua a estabelecer que a política monetária para os países da UEM é uma competência exclusiva da União (arts. 3º, 1, c) e 127º a 133º); o que, se somado às soluções previstas nos arts. 119º segs., e em especial se conjugado com a proibição de défices orçamentais excessivos (art. 126º), significa que a política macroeconómica dos membros da UEM continuará a corresponder, com absoluto rigor conceptual, ao paradigma monetarista<sup>2</sup>, em especial no que respeita à severa limitação dos instrumentos de política macroeconómica, ao menos daqueles que incidem sobre o lado da procura agregada:

- 1) os Estados praticamente descartaram a via da estabilização orçamental, em especial a via keynesiana do recurso ao défice para combater o hiato deflacionista, o «*recessionary gap*»<sup>3</sup> (claro que sempre poderá reconhecer-se que, no intervalo «não excessivo» do défice e da acumulação de dívida pública, ainda se abrigará uma margem «ricardiana», que permite uma dívida em equilíbrio, ou seja endividamento público cujo valor real corresponda ao valor presente – descontado – das futuras receitas públicas líquidas<sup>4</sup>);
- 2) os Estados abdicaram da via da estabilização monetária em favor de um Banco Central Europeu [BCE] (ou, provisoriamente e enquanto a UE não ingressa em pleno na UEM, em favor de um Eurossistema, o Sistema Europeu de Bancos Centrais [SEBC] liderado pelo BCE – arts. 282º a 284º do TFUE e Protocolo de 1992 Relativo ao SEBC e ao BCE);
- 3) o que combinadamente significa que, em boa congruência monetarista, se tem por prioridade quase exclusiva do esforço estabilizador o combate à inflação (a «estabilidade dos preços» que é referida no art. 282º, 2 do TFUE e no art. 2º do Protocolo de 1992 Relativo ao SEBC e ao BCE, subentendendo-se uma «taxa-alvo» na ordem dos 2%)<sup>5</sup>, em claro detrimento do combate ao desemprego – pelas razões que se verão de seguida.

A «boa congruência» significa basicamente o abandono, por ascendente monetarista, da convicção, ainda dominante nos anos 70, de que o combate à inflação (na altura pairando persistentemente na zona dos «dois dígitos» um pouco por todo o lado) envolveria uma elevadíssima «taxa de sacrifício» ou «custo de desinflação»<sup>6</sup>, algo como uma contracção de 5% a 10% do PIB por

<sup>1</sup> Goodfriend, Marvin (2007), "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 47-68, 56ss.; Issing, Otmar, Vitor Gaspar, Ignazio Angeloni & Oreste Tristani (2001), *Monetary Policy in the Euro Area: Strategy and Decision-Making at the European Central Bank*, Cambridge, Cambridge University Press; Jensen, Henrik (2002), "Targeting Nominal Income Growth or Inflation?", *American Economic Review*, 92/4, 928-956.

<sup>2</sup> Friedman, Milton (1956), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, University of Chicago Press, 3-21; Friedman, Milton (1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton NJ, Princeton University Press; Cagan, Phillip (1956), "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", in Friedman, Milton (org.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, University of Chicago Press, 25-117; Anderson, Leonall & Jerry Jordan (1970), "Monetary and Fiscal Actions: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization", *Federal Reserve Bank of St. Louis Monthly Review*, 52/4, 7-25; De Long, J. Bradford (2000), "The Triumph of Monetarism?", *Journal of Economic Perspectives*, 14/1, 83-94, 88-89.

<sup>3</sup> Cfr. Araújo, Fernando (2005), *Introdução à Economia*, 3ª ed., Coimbra, Almedina, 656-657.

<sup>4</sup> Cochrane, John H. (1998), "A Frictionless Model of U.S. Inflation", in Bernanke, Ben S. & Julio J. Rotemberg (orgs.) (1998), *NBER Macroeconomics Annual 1998*, Cambridge MA, MIT Press, 323-384; Cochrane, John H. (2005), "Money as Stock", *Journal of Monetary Economics*, 52, 501-528; Cochrane, John H. (2007), "Inflation Determination with Taylor Rules: A Critical Review" (paper), 42-43; Sims, Christopher A. (1994), "A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy", *Economic Theory*, 4/3, 381-399.

<sup>5</sup> Sauer, Stephan & Jan-Egbert Sturm (2003), "Using Taylor Rules to Understand ECB Monetary Policy" (paper), 4.

<sup>6</sup> Edmond, Chris (2002), "Self-Insurance, Social Insurance, and the Optimum Quantity of Money", *American Economic Review*, 92/2, 141-147; Fischer, Stanley (1986), "Exchange Rate versus Money Targets in Disinflation", in Fischer, Stanley (org.) (1986), *Indexing, Inflation, and Economic Policy*, Cambridge MA, MIT

cada abaixamento de 1% na taxa de inflação, no famoso palpite de Okun derivado da formulação inicial da «Curva de Phillips»<sup>7</sup>. As presidências de Paul Volker e de Alan Greenspan na Reserva Federal demonstraram amplamente a possibilidade<sup>8</sup> de se «domar» as taxas de inflação (na média mundial, de 14% nos anos 80 para 4% no século XXI, de 9% para 2% na média dos países industrializados) com baixas «taxas de sacrifício» (com a providencial ajuda, convém notar, da expansão da oferta agregada nos anos 90)<sup>9</sup>.

Mas isso significa também que predomina a convicção de que é ótima uma política monetária ótima que assegure a deflação, seguindo o argumento de Milton Friedman, depois abundantemente replicado e sustentado, de que a taxa de juro nominal deveria tender para o zero, forçando a queda do nível de preços conjuntamente com a da taxa real de juro<sup>10</sup> – do mesmo passo se sustentando que a velha convicção de que a deflação acarretaria a recessão é geralmente falsa<sup>11</sup>, valendo possivelmente apenas como retrato da época da Grande Depressão, entre os anos de 1929 e 1934<sup>12</sup>.

## 2. Das Intenções à Prática.

Claro está que o quadro de objectivos iniciais para a Zona Euro suscita os maiores e mais melindrosos problemas de praticabilidade, de execução – bastando pensar-se nos extensíssimos esforços de «convergência», tanto «convergência nominal» como «convergência real», que precederam o estabelecimento da UEM e a entrada em vigor do Euro, e nas dúvidas que sempre permaneceram, e mais recentemente se reacenderam, quanto ao efectivo preenchimento de requisitos mínimos, por parte dos Estados aderentes, para que a UEM pudesse ter uma hipótese mínima de funcionar – ou, melhor, de funcionar com um grau mínimo de correspondência ao figurino monetarista (basta recordarmos tudo o que acompanhou o Pacto de Estabilidade e Crescimento<sup>13</sup>).

Para sublinharmos a mais notória dissonância com os princípios, reconhecer-se-á que é difícil manter a disciplina de «regras de não-discrecionabilidade» como as exigidas pelo paradigma monetarista num espaço de predominância democrática, no qual os diversos governos gerem os ciclos politico-eleitorais com despesa pública causadora de uma crónica infração dos limites convencionados à estabilização orçamental.

E claro está, também, que a severa restrição dos habituais instrumentos de estabilização keynesiana – que, insista-se, prometia fazer da UEM, e depois da própria UE, a primeira zona macroeconómica «livre de keynesianismo» no mundo<sup>14</sup> – não obsta à permanência de muitos outros instrumentos com directa ou indirecta repercussão nos valores macroeconómicos: os estabilizadores automáticos, as «feedback rules» de política monetária<sup>15</sup>, a bateria de medidas «supply-side» que facilitaram a expansão mundial dos anos 90, a gestão de expectativas e a indução de confiança, as reformas estruturais de liberalização de movimentos de capitais no seio da UEM e nas relações desta com países terceiros.

Em suma, ficou a faltar uma concretização convincente da opinião, cada vez mais expansiva no seio da própria Macroeconomia, de que já são ínfimos os ganhos que podem resultar da gestão de curto prazo da procura agregada e da despesa, e

Press, 247-269; Fischer, Stanley, Ratna Sahay & Carlos A. Végh (2002), "Modern Hyper- and High Inflation", *Journal of Economic Literature*, 40/3, 837-880, 865ss.; Gordon, Robert J. (1982), "Why Stopping Inflation May Be Costly: Evidence from Fourteen Historical Episodes", in Hall, Robert E. (org.) (1982), *Inflation: Causes and Effects*, Chicago, University of Chicago Press, 11-40; Primiceri, Giorgio E. (2005), "Why Inflation Rose and Fell: Policymakers' Beliefs and US Postwar Stabilization Policy" (paper); Zee, Howell H. (2000), "Welfare Cost of (Low) Inflation: A General Equilibrium Perspective", *FinanzArchiv*, 57/4, 376-393.

<sup>7</sup> Okun, Arthur M. (1978), "Efficient Disinflationary Policies", *American Economic Review*, 68/2, 348-352.

<sup>8</sup> A possibilidade somente, não querendo isto significar que a estabilização monetária tenha sido desde então um sucesso invariável – cfr. Sargent, Thomas J., Noah Williams & Tao Zha (2006), "Shocks and Government Beliefs: The Rise and Fall of American Inflation", *American Economic Review*, 96, 1193-1224, 1220ss.. Cfr. Bernanke, Ben S. & Ilian Mihov (1998), "Measuring Monetary Policy", *Quarterly Journal of Economics*, 113/3, 869-902; Blinder, Alan S. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge MA, MIT Press; Clarida, Richard, Jordi Galí & Mark Gertler (2000), "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory", *Quarterly Journal of Economics*, 115/1, 147-180; Cogley, Timothy & Thomas J. Sargent (2005), "Drifts and Volatilities: Monetary Policies and Outcomes in the Post WW II US", *Review of Economic Dynamics*, 8/2, 262-302; Leeper, Eric M. & Tao Zha (2003), "Modest Policy Interventions", *Journal of Monetary Economics*, 50/8, 1673-1700; Lubik, Thomas A. & Frank Schorfheide (2004), "Testing for Indeterminacy: An Application to U.S. Monetary Policy", *American Economic Review*, 94/1, 190-217; Primiceri, Giorgio E. (2005), "Time Varying Structural Vector Autoregressions and Monetary Policy", *Review of Economic Studies*, 72/3, 821-852; Sims, Christopher A. & Tao Zha (2006), "Were There Regime Switches in U.S. Monetary Policy?", *American Economic Review*, 96, 54-81.

<sup>9</sup> Goodfriend, Marvin (2007), "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 47-68, 47-48; Stock, James H. & Mark W. Watson (2003), "Has the Business Cycle Changed and Why?", in Gertler, Mark & Kenneth Rogoff (orgs.) (2003), *NBER Macroeconomics Annual 2002*, Cambridge MA, MIT Press, 159-218.

<sup>10</sup> Chari, Varadarajan V., Lawrence J. Christiano & Patrick J. Kehoe (1996), "Optimality of the Friedman Rule in Economies with Distorting Taxes", *Journal of Monetary Economics*, 37/2, 203-223; Cole, Harold L. & Narayana Kocherlakota (1998), "Zero Nominal Interest Rates: Why They're Good and How to Get Them", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 22/2, 2-10; Friedman, Milton (1969b), "The Optimum Quantity of Money", in Friedman, Milton (1969), *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago, Aldine, 1-50; Smith, Bruce D. (2002), "Monetary Policy, Banking Crises, and the Friedman Rule", *American Economic Review*, 92/2, 128-134.

<sup>11</sup> Bernanke, Ben S. & Kevin Carey (1996), "Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression", *Quarterly Journal of Economics*, 111/3, 853-883.

<sup>12</sup> Atkeson, Andrew & Patrick J. Kehoe (2004), "Deflation and Depression: Is There an Empirical Link?", *American Economic Review*, 94/2, 99-103; Cole, Harold L. & Lee E. Ohanian (2001), "Reexamining the Contributions of Money and Banking Shocks to the U.S. Great Depression", in Bernanke, Ben S. & Kenneth Rogoff (orgs.) (2001), *NBER Macroeconomics Annual 2000*, Cambridge MA, MIT Press, 183-227.

<sup>13</sup> Carlberg, Michael (2000), *Economic Policy in a Monetary Union*, Heidelberg, Springer; Dworak, Maria, Franz Wirl, Alexia Prskawetz & Gustav Feichtinger (2002), "Optimal Long-Run Budgetary Policies Subject to the Maastricht Criteria or a Stability Pact", *Macroeconomic Dynamics*, 6/5, 665-686; Eijffinger, Sylvester C.W. & Jakob De Haan (2000), *European Monetary and Fiscal Policy*, Oxford, Oxford University Press; Svensson, Lars E.O. (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, 41/6, 1111-1146; Svensson, Lars E.O. (1999), "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", *Journal of Monetary Economics*, 43/3, 607-654; Svensson, Lars E.O. (1999), "Monetary Policy Issues for the Eurosystem", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 51/1, 79-136; Svensson, Lars E.O. (2000), "The First Year of the Eurosystem: Inflation Targeting or Not?", *American Economic Review*, 90/2, 95-99, 95-96.

<sup>14</sup> Sauer, Stephan & Jan-Egbert Sturm (2003), "Using Taylor Rules to Understand ECB Monetary Policy" (paper), 2.

<sup>15</sup> Clarida, Richard, Jordi Galí & Mark Gertler (1998b), "Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence", *European Economic Review*, 42, 1033-1067; Svensson, Lars E.O. (1999), "Inflation Targeting: Some Extensions", *Scandinavian Journal of Economics*, 101/3, 337-361;.

que por isso a política orçamental só se justifica em restritíssimos termos estruturais e de «*supply-side*», como geradora de incentivos à produtividade e à poupança<sup>16</sup> – acrescida da ideia de que, se os ciclos são meras respostas a choques imprevistos, então nada é necessário estabilizar, visto que as crises podem vir a revelar-se elas próprias como as respostas mais eficientes, mais adaptativas, àqueles «choques»<sup>17</sup>.

### 3. A Resistência Keynesiana.

A UEM era (e continua a ser) a primeira iniciativa de larga escala que se propôs tomar partido pelas «*rules*» no debate «*Rules vs. Discretion*», pelo controle dos valores de P à maneira monetarista (para voltarmos à «equação de Fischer») em detrimento da promoção dos valores de Y, à maneira keynesiana<sup>18</sup>. O conjunto dos compromissos explícitos em que assentou a formação da Zona Euro só faz sentido se se constatar que há ali um corolário das ideias de «Curva de Phillips aumentada pelas expectativas»<sup>19</sup>, de «taxa natural de desemprego»<sup>20</sup>, de estabilização permanente por tutela das «expectativas racionais» (e consequente irrelevância de subseqüentes estabilizações discricionárias<sup>21</sup>), de «Regra de Friedman» sobre crescimento da massa monetária<sup>22</sup>, de explicitação de taxas-alvo de inflação<sup>23/24</sup>.

Insistamos que, por enquanto, o «Tratado de Lisboa» não pôs aparentemente em crise a intenção monetarista da UEM. E no entanto alguns factos preocupantes perfilam-se no horizonte – não porque seja em si preocupante a alternativa ao monetarismo, ou mais especificamente porque um «regresso ao keynesianismo» e à gestão «*go-stop*» dos agregados monetários<sup>25</sup>, mesmo que pudesse fazer-se sem equívocos, represente qualquer tipo de retrocesso («progresso» e «retrocesso» são, de resto, duas categorias pragmaticamente desinteressantes).

O que há de preocupante é a possibilidade de que sucessivas reformas do quadro normativo e institucional, normalmente dominadas por imperativos de compromisso numa «babel de soberanias» tão entusiásticas na retórica centrípeta como refractárias a quaisquer concessões práticas nesse sentido, acabe redundando num sincretismo de soluções incongruentes: um «*pot-pourri*» de regras anti-discricionárias e de concessões à discricionariedade da «estabilização fina» das variáveis conjunturais, de monetarismo para disciplinar as economias no momento de «choques exógenos», misturado com keynesianismo a autorizar todo o tipo de indisciplina de auto-perpetuação clientelar e de reacção desordenada a hiatos deflacionistas (como se viu com a recessão na Zona Euro a partir do 3º trimestre de 2008), de tutela de expectativas minimalistas combinada com o maximalismo intervencionista.

Nada que surpreenda: esse aparente sincretismo prático não deixa de ser reflexo de uma indefinição teórica (ou será uma aporia?) posterior ao vazio gerado pelo colapso da inércia keynesiana às mãos de Lucas e Sargent<sup>26</sup>, um vazio ocupado por visões divergentes e conflituantes – por um lado os nekeynesianos, fortalecidos pela consolidação de micro-alicerces mas ainda presos dos pressupostos analíticos do «cânone» e por isso propensos a uma abordagem «*top-down*» e paternalista<sup>27</sup>; por outro lado os

<sup>16</sup> Lucas Jr., Robert E. (2003), "Macroeconomic Priorities", *American Economic Review*, 93/1, 1-14, 1.

<sup>17</sup> Lucas Jr., Robert E. (2003), "Macroeconomic Priorities", *American Economic Review*, 93/1, 1-14, 11.

<sup>18</sup> Taylor, John B. (1989), "The Evolution of Ideas in Macroeconomics", *Economic Record*, 65/189, 185-189; Taylor, John B. (1999), "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules", in Taylor, John B. (org.) (1999), *Monetary Policy Rules*, Chicago, University of Chicago Press, 319-341; Asso, Pier Francesco, George A. Kahn & Robert Leeson (2007), "The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy" (paper), 5ss..

<sup>19</sup> Ball, Laurence & N. Gregory Mankiw (1995), "Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks", *Quarterly Journal of Economics*, 110, 161-193; Phillips, A.W.H. (2000), *A.W.H. Phillips: Collected Writings in Contemporary Perspective* (R. Leeson, ed.), Cambridge, Cambridge University Press, 201ss., 218ss., 259ss., 261ss.; Thomas Jr., Lloyd B. (1999), "Survey Measures of Expected U.S. Inflation", *Journal of Economic Perspectives*, 13/4, 125-144.

<sup>20</sup> Galí, Jordi & Mark Gertler (2007), "Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 25-45, 26.

<sup>21</sup> Christiano, Lawrence J., Martin S. Eichenbaum & Charles L. Evans (2005), "Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, 113/1, 1-45; Sargent, Thomas J. & Neil Wallace (1975), "«Rational» Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, 83/2, 241-254; Smets, Frank & Raf Wouters (2003), "An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area", *Journal of the European Economic Association*, 1/5, 1123-1175; Smets, Frank & Raf Wouters (2007), "Shocks and Frictions in U.S. Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach", *American Economic Review*, 97, 586-606.

<sup>22</sup> Friedman, Milton (1969b), "The Optimum Quantity of Money", in Friedman, Milton (1969), *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago, Aldine, 1-50.

<sup>23</sup> Phelps, Edmund S. & John B. Taylor (1977), "Stabilizing Powers of Monetary Policy under Rational Expectations", *Journal of Political Economy*, 85/1, 163-190; Fischer, Stanley (1977), "Long-Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, 85/1, 191-206. Cfr. Asso, Pier Francesco, George A. Kahn & Robert Leeson (2007), "The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy" (paper), 15-16; Bernanke, Ben S. & Mark Gertler (2001), "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?", *American Economic Review*, 91/2, 253-257; Bernanke, Ben S. & Mark Gertler (1999), "Monetary Policy and Asset Volatility", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 84/4, 17-52; Bernanke, Ben S. & Frederic S. Mishkin (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives*, 11/2, 97-116; Corbo, Vittorio, Oscar Landerretche & D. Klaus Schmidt-Hebbel (2001), "Assessing Inflation Targeting after a Decade of World Experience", *International Journal of Finance and Economics*, 6/4, 343-368; Jensen, Henrik (2002), "Targeting Nominal Income Growth or Inflation?", *American Economic Review*, 92/4, 928-956, 929-930; Rotemberg, Julio J. & Michael Woodford (1997), "An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy", in Bernanke, Ben S. & Julio J. Rotemberg (orgs.) (1997), *NBER Macroeconomics Annual 1997*, Cambridge MA, MIT Press, 297-346; Svensson, Lars E.O. (1999), "Optimal Monetary Policy Inertia" (paper).

<sup>24</sup> Mais do que a tensão entre regras e discricionariedade, pode dizer-se que existem duas versões antitéticas sobre o que é uma boa política monetária: para uns, o que conta é a formação de um standard monetário, uma base com a qual possa garantir-se um valor estável para uma moeda dentro de um determinado horizonte temporal; para outros, o ideal é a estabilização monetária, implicando isso que haja sensibilidade e capacidade de reacção aos contextos emergentes e variáveis, em especial face às distorções provocadas pela rigidez ou viscosidade de rendimentos e preços. É face a isto que muita da evolução mais proeminente na teoria monetária (Friedman, Phelps, Lucas) incidiu na demonstração de que a tensão entre inflação e desemprego, e portanto também a própria relevância *real* da política monetária, dependia crucialmente das expectativas de inflação. A primeira viragem teórica operou-se sobre a Curva de Phillips: se é convicção dominante que a inflação regressará rapidamente à sua tendência de longo prazo, e se por isso todos os solavancos não perturbarem as expectativas sobre a evolução futura dessa tendência, a tensão entre inflação e desemprego no curto prazo é muito menos pronunciada, e isso abre a porta para a influência de curto prazo da política monetária sobre o PIB *real*. Cfr. Woodford, Michael (2007), "The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 3-24, 4-5.

<sup>25</sup> Goodfriend, Marvin (2007), "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 47-68, 48-49.

<sup>26</sup> Lucas Jr., Robert E. (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, 19-46; Sargent, Thomas J. (1981), "Interpreting Economic Time Series", *Journal of Political Economy*, 89/2, 213-248; Sims, Christopher A. (1980), "Macroeconomics and Reality", *Econometrica*, 48/1, 1-48.

<sup>27</sup> Mankiw, N. Gregory & David Romer (orgs.) (1991), *New Keynesian Economics*, 2 vols., Cambridge MA, MIT Press.

teóricos das «expectativas racionais» e os cultores da «teoria do ciclo *real*», procurando reconstruir os fundamentos da Macroeconomia a partir de pressupostos otimizados centrados na conduta individual – e por isso uma abordagem «*bottom-up*» e tendencialmente libertária – ainda que demasiado indiferente às «fricções» do mundo real, às ilusões *nominais* (e à rigidez que esta induz), e às implicações do paradigma da concorrência monopolística<sup>28</sup>.

#### 4. A Conspiração dos Ministros: o Eurogrupo.

Especifiquemos a parte politico-prática: por um lado, uma parte importante do esforço negocial conducente ao «Tratado de Lisboa» concentrou-se na introdução de formas expeditas de decisão no seio da UE e da UEM, dando importantes passos na assunção das implicações de uma integração política mais profunda, como as respeitantes à generalização da regra maioritária nas decisões (arts. 238º e 239º do TFUE). Só que, por outro lado, essa maior agilidade nos processos de decisão facilita a interferência política em todos os recantos institucionais, mesmo naqueles em que, em atenção a princípios fundamentais, precisamente se deveria continuar a tentar o bloqueio dessa interferência política.

Ora é precisamente esse conjunto de circunstâncias que torna preocupante o reforço do Eurogrupo (art. 137º TFUE e Protocolo Relativo ao Eurogrupo), uma reunião «informal» de Ministros dos Estados-Membros da UEM que tem, entre outros objectivos, um – muito pouco velado – que consiste em servir de contrabalanço à independência do BCE, estabelecida no art. 130º do TFUE e do art. 7º do Protocolo Relativo ao SEBC e ao BCE (e daí que o Protocolo Relativo ao Eurogrupo preveja até a eleição de um Presidente, decerto para protagonizar com mais eficiência e coordenação ainda essa função anti-monetarista).

Alegou-se mesmo que o Eurogrupo poderia servir para conferir ao BCE o protagonismo político que alegadamente lhe faltaria – uma afirmação sumamente reveladora, já que, de acordo com o entendimento monetarista, o maior protagonismo político adviria ao BCE do facto de precisamente não assumir protagonismo nenhum, e se manter apegado às suas regras de actuação, o melhor garante da efectiva estabilização da moeda comum (e uma afirmação que não se coaduna com a menorização do BCE face a esse mini-Conselho de Ministros das Finanças, para o qual o BCE será apenas «convidado», sem voto – nos termos do Protocolo Relativo ao Eurogrupo).

O frívolo sensacionalismo do «eurojornalismo» pode vibrar com os «conflitos de personalidades» entre os «dois Jean-Claudes», Juncker e Trichet, que protagonizaram, um do lado do Eurogrupo, outro do lado do BCE, essa tensão institucional. O caso é, convenhamos, muito mais preocupante: o Eurogrupo simboliza a falta de vontade política para que se concretize o alicerce mais crucial e simbólico do projecto monetarista, a independência efectiva do BCE face aos governos dos Estados-Membros da UEM. E insistamos neste ponto: o BCE não é o pioneiro no «*inflation targeting*» monetarista, galardão que cabe ao Banco Central neozelandês<sup>29</sup>; e também não é o mais paradigmático, distinção que cabe, naturalmente, à Reserva Federal dos EUA<sup>30</sup>; mas é decerto aquele que foi mais deliberadamente desenhado para funcionar com esse objectivo precípua, sendo portanto o mais intencionalmente monetarista, o mais carecido de medidas de oreservação de independência efectiva<sup>31</sup>.

A recessão de 2008 veio tornar nítido o problema, o BCE procurando esboçar uma resistência às pressões políticas e manter-se apegado à sua «*feedback rule*» de estabelecimento de juros e de modulação de valores da inflação<sup>32</sup>, os governos em pânico buscando pressionar a todo o custo um abrandamento da rigidez, senão mesmo o abandono das regras monetaristas, em favor de uma expansão monetária susceptível de alimentar o regresso às políticas deficitárias, ao menos até ao limite inultrapassável da «armadilha da liquidez»<sup>33</sup>.

Como sucedera já em anteriores episódios de turbulência financeira (o colapso bolsista de 1987, a crise do endividamento da Rússia em 1998), a boa intenção monetarista cedia em 2008 perante a tentação «discricionária», mesmo sabendo-se da factura a pagar, nomeadamente a perda de independência e de credibilidade das autoridades monetárias, e a formação de «expectativas adaptativas» referidas à possibilidade de novos «lapsos discricionários», a serem oportunisticamente explorados<sup>34</sup>. Admitamos, recuando para o plano da pura teoria, que os modelos de «regras» têm alguma dificuldade para lidar com as flutuações nas variáveis reais, e por isso frequentemente se procura aditar-lhes «*ad hoc*» algumas variáveis relativas às viscosidades no emprego, como aquelas normalmente associadas à análise dos custos de busca e de «*matching*» no mercado dos factores<sup>35</sup>, e ainda as

<sup>28</sup> Dixit, Avinash K. & Joseph Stiglitz (1977), "Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity", *American Economic Review*, 67/3, 297-308; Dotsey, Michael, Robert G. King & Alexander L. Wolman (1999), "State Dependent Pricing and the General Equilibrium Dynamics of Money and Output", *Quarterly Journal of Economics*, 114/2, 655-690; Golosov, Mikhail & Robert E. Lucas Jr. (2007), "Menu Costs and Phillips Curves", *Journal of Political Economy*, 115/2, 171-199; Prescott, Edward C. (1986), "Theory Ahead of Measurement", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 9-22.

<sup>29</sup> Chari, Varadarajan V. & Patrick J. Kehoe (2006), "Modern Macroeconomics in Practice: How Theory Is Shaping Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 20/4, 3-28, 14ss.; Truman, Edwin M. (2003), *Inflation Targeting in the World Economy*, Washington DC, Institute for International Economics.

<sup>30</sup> Taylor, John B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.

<sup>31</sup> Chari, Varadarajan V. & Patrick J. Kehoe (2006), "Modern Macroeconomics in Practice: How Theory Is Shaping Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 20/4, 3-28, 13-14.

<sup>32</sup> Alvarez, Fernando, Robert E. Lucas Jr. & Warren E. Weber (2001), "Recent Advances in Monetary-Policy Rules", *American Economic Review*, 91/2, 219-225; Taylor, John B. (1992), "The Great Inflation, the Great Disinflation, and Policies for Future Price Stability", in Blundell-Wignall, A. (org.) (1992), 9-31.

<sup>33</sup> Auerbach, Alan J. & Maurice Obstfeld (2004), "Monetary and Fiscal Remedies for Deflation", *American Economic Review*, 94/2, 71-75; Bernanke, Ben S. & Vincent R. Reinhart (2004), "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", *American Economic Review*, 94/2, 85-90; Brunner, Karl & Allan H. Meltzer (1973), "Mr. Hicks and the «Monetarists»", *Economica*, 40/157, 44-59; Eggertsson, Gauti B. & Michael Woodford (2003), "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 139-233; Svensson, Lars E.O. (2001), "The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap", *Monetary and Economic Studies*, 19, 277-312; Tobin, James (1969), "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1/1, 15-29.

<sup>34</sup> Asso, Pier Francesco, George A. Kahn & Robert Leeson (2007), "The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy" (paper), 34-35.

<sup>35</sup> Walsh, Carl E. (2005), "Labor Market Search, Sticky Prices, and Interest Rate Rules", *Review of Economic Dynamics*, 8/4, 829-849; Galí, Jordi & Mark Gertler (2007), "Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 25-45, 43.

complicações habitualmente associadas ao funcionamento dos mercados financeiros – até para poder determinar-se com maior rigor o sucesso da estabilização monetária no seu combate à turbulência financeira<sup>36</sup>.

A situação repercute, por sua vez, sobre o próprio equilíbrio interno da UEM, e, por intermédio desta, sobre a UE como um todo. Os países com *superavit* orçamental, ou mais desafogados em termos de proporção da dívida pública sobre o valor do PIB, reconhecerão as virtudes da disciplina monetarista e sairão em defesa da independência do Banco Central; e o contrário sucederá com os países mais empenhados em políticas deficitárias ou mais onerados com um elevado quociente de dívida pública em relação ao valor do PIB.

## 5. A Crise Financeira e a «Rectificação Salva-Vidas».

Acresce que mais ou menos a mesma linha de clivagem separa as interpretações sobre as razões fundas que subjazem à recessão e à crise financeira que assinalam o final do primeiro decénio do século XXI, terreno fértil para recriminações e acusações mútuas: os países mais fragilizados tidos por vítimas da sua própria indisciplina, da sua incapacidade para aguentarem os termos básicos do jogo, para agirem com transparência contabilística e orçamental na enunciação dos seus objectivos e na comunicação dos seus resultados; os países mais fortes acusados de falta de solidariedade, de insensibilidade, de rigidez política. Não surpreende que os primeiros depositem no Eurogrupo a esperança numa «rectificação salva-vidas» das regras dominantes, e que os segundos se empenhem na preservação dessas regras, e através delas do projecto que a UEM inequivocamente consagrou.

Por sua vez, não deixa de ser irónico que se entreveja nessa clivagem ao mesmo tempo a) uma fé partilhada nas virtualidades do mercado – em especial as do mercado financeiro, em que todos os Estados confiaram irrestritamente, muito para lá, descobre-se agora, daquilo que uma sã prudência ditaria (o que por sua vez explica a sobrevivência da dita «economia de Casino» e dos seus protagonistas, em atenção aos serviços prestados) –, b) uma aversão assumida aos riscos inerentes – uma espécie de ressurreição neomercantilista que só aceita, do jogo do mercado, os resultados positivos, reclamando a «rectificação salva-vidas» mal o mercado exhibe a sua outra face – e por fim c) uma demonização das próprias regras de jogo inicialmente aceites – como se elas tivessem sido, desde o início, armadilhas ardilosamente concebidas para a vitimização dos países mais frágeis –.

Na versão mais benigna, dir-se-á que o que se passa é que se aceitou o jogo mas não se aceitam agora os resultados, ou que só havia a predisposição para se aceitar um certo tipo de resultados.

Na versão menos benigna, nem sequer se chegou a aceitar realmente o jogo – que ficou viciado *ab initio* por essa reserva mental generalizada. Esta segunda versão ganhou livre curso após a crise financeira da Grécia: muitos países viram na UEM uma ocasião para o «*free-riding*» à custa de «locomotivas financeiras», e por isso ingressaram no «clube» e aí se mantiveram à custa da falsificação de objectivos e resultados, mormente os propalados objectivos de «convergência», rapidamente abandonados, e de contenção do défice e da acumulação da dívida pública, o pretexto para uma época de inigualada criatividade na desorçamentação e na redefinição contabilística.

A ser assim, o próprio projecto da moeda única estaria inquinado desde o início – sendo que muitos dos membros da UEM, já com as suas contas «maquilhadas» e complacentemente aceites pelos demais em nome de uma vontade política partilhada, souberam desde o início que estariam fora do seu alcance a verdadeira consolidação orçamental e a verdadeira disciplina monetarista, confiando sempre que, para salvar as aparências, o colectivo da UEM interviria para sustentar aquilo que materialmente se iria tornando numa «União de Endividamento(s)».

Não sejamos ingénuos: o projecto político da UEM e da adopção da moeda única foi precedido de um extenso debate sobre as vantagens, mas também os riscos, das «zonas monetárias óptimas», e de um outro debate, mais longo ainda, sobre os ganhos, mas também sobre os custos e constrangimentos, e mais ainda sobre os pressupostos e subentendidos, da opção pelo paradigma monetarista, do abandono da tradição (e da inércia) keynesiana e neokeynesiana (correspondendo ao declínio da visão keynesiana na macroeconomia<sup>37</sup>).

Os países que aderiram, e os que aderirem ainda, sabem que a UEM implica uma consonância de políticas económicas e monetárias entre os países membros, e muito particularmente o abandono de quaisquer veleidades de política monetária activa da parte de qualquer governo dos países-membros, em favor do exclusivo protagonismo de um BCE rigorosamente independente – ao menos porque a combinação de maior dependência recíproca adveniente da moeda comum e de maior risco de divergências entre economias reais desprovidas, entre elas, de «amortecedores cambiais», potenciava conflitos «hobbesianos» entre os Estados-membros. Um Estado que insista no que reste de uma política monetária unilateral laborará quixotesicamente num atavismo, mas além disso estará a provocar ao efeitos directos não despreciados nas economias dos demais Estados-membros, e através disso poderá estar a dar início a efeitos retaliatórios e a «colapsos de descoordenação». Cabe concluir-se que talvez se devesse ter carregado mais nas tonalidades hobbesianas de um «*pactum subjectionis*» à Autoridade Monetária única...

Os benefícios da adopção do novo paradigma monetarista pareciam por demais evidentes, e decerto se afiguraram, aos aderentes sinceros, sobrepujar amplamente os riscos do abandono da independência nacional em matéria de estabilização monetária. Esse abandono não se faria, nem se fez, sem amplos riscos políticos, avultando entre eles a impossibilidade de continuação do recurso ao «amortecedor» da desvalorização cambial para contrabalançar toda e qualquer divergência real entre economias, ou toda e qualquer tendência para o sobre-endividamento ou para a falta de competitividade. Doravante, a falta desse elemento «ajustador» deixa aos países uma única saída, e essa politicamente temível: combater a «crise» através da imposição de «medidas de austeridade», ou seja, através de uma contracção directamente imposta na procura agregada, nas suas variáveis

<sup>36</sup> Bernanke, Ben S., Mark Gertler & Simon Gilchrist (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", in Taylor, John B. & Michael Woodford (orgs.) (1999), *Handbook of Macroeconomics – 1C*, Amsterdam, North-Holland, 1341-1393; Iacoviello, Matteo (2006), "House Prices, Borrowing Constraints and Monetary Policy in the Business Cycle", *American Economic Review*, 95/3, 739-764.

<sup>37</sup> Lucas Jr., Robert E. & Thomas J. Sargent (1979), "After Keynesian Macroeconomics", in AA.VV. (1979), *After the Phillips Curve. Persistence of High Inflation and High Unemployment*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston, 49-72. Cfr. Akerlof, George A. (2007), "The Missing Motivation in Macroeconomics", *American Economic Review*, 97, 5-36.

«consumo» e «investimento», afectando sensivelmente o nível de vida dos cidadãos – o preciso oposto daquilo que o instinto dita a um governante imerso no ciclo político-eleitoral (talvez os demagogos que campeiam nas democracias europeias devessem ter pensado nisso, ao assumirem o compromisso de abandonarem o uso do «remédio suave» da desvalorização monetária...).

## 6. Alerta de Pandemia. A «Hot Zone» Financeira.

De novo, não sejamos ingénuos: a ideia de que a crise na Zona Euro foi induzida por especuladores não resulta apenas de uma paranóia dos países mais afectados, antes corresponde a factos amplamente comprovados. Para sermos sugestivos, digamos que os predadores farejam, de forma implacável, todos os animais vulneráveis na selva da finança internacional – sem excepção, não mostrando maior medo ou respeito pelo facto de entre as vítimas potenciais se contarem entes soberanos. A partir sobretudo de 2008 não escapou à percepção do mercado, nem à dos supervisores dos mercados, que os bancos de investimento e os «*hedge funds*» se movimentavam «contra» o Euro, no sentido de que se expandiam os instrumentos de arbitragem e os produtos derivados assentes na aposta no declínio do Euro – e é sabido que, pese embora o carácter algo etéreo desses instrumentos derivados, avultando entre eles os «*credit default swaps*» (CDS), eles muitas vezes denotam com nitidez um propósito especulativo que, se generalizado, é capaz de induzir, por contágio e efeito de domínio, o próprio desfecho que se prevê / deseja / prossegue.

Observe-se, de passagem, que a própria volatilidade dos mercados financeiros e a forma como tenderam a contagiar o próprio contexto da política monetária é, em larga medida, confirmação de um consenso «monetarista» que precedeu até a «crise lucasiana»<sup>38</sup> e o contributo de Taylor, um consenso assente nas ideias a) de que os preços apresentam tendências que dependem de expectativas (não necessariamente de expectativas especuladoras), b) de que a inflação disparará se, estando o desemprego abaixo da sua taxa natural, se tentar impelir o PIB – corrente ou esperado – para lá do PIB potencial (a ideia que subjaz ao conceito de «*non-accelerating inflation rate of unemployment*», NAIRU<sup>39</sup>), c) de que a inflação desce quando a expectativa for a de que o PIB corrente venha a situar-se aquém do PIB potencial. Tudo por sua vez associado à ideia fulcral de que as expectativas é que tudo determinam – e que portanto há que estabilizá-las combatendo activamente a volatilidade<sup>40</sup>, mais especificamente incutindo nos agentes económicos a convicção de que as intervenções de curto prazo, longe de serem avatares de obsoletas políticas «*go-stop*», são meras facetas de mais amplas manobras de estabilização de longo prazo<sup>41</sup>. Mostrando, em suma, firmeza e congruência diante do avanço da tempestade.

Regressando à patologia de curtíssimo prazo, lembremos que os contratos «derivados» (futuros, forwards, opções, *swaps*) emergem de instrumentos «derivados» para a transferência do risco de crédito, sendo que o qualificativo denota aqui que se trata de instrumentos cujo valor depende, «deriva», do valor (ou variação do valor) de instrumentos financeiros subjacentes, os activos «principais» ou «subjacentes», sendo que por isso em rigor os derivados não podem considerar-se investimentos, não constituindo eles próprios uma classe de activos, devendo antes entender-se que servem apenas para gerir o risco ou aumentar a rentabilidade daqueles activos subjacentes (ao reduzirem o risco para uma das partes numa relação bilateral).

Sublinhe-se que no «*hedging*» se trata da transferência de risco entre as partes, cada uma tomando a posição oposta quanto ao activo subjacente, sendo que no limite máximo de neutralização da ratio de «*hedging*» (o delta), o agente compra no mercado «*spot*» e imediatamente revende no mercado de futuros, o que por sua vez gera volatilidade de mercado, dado que pequenas quantias podem, através dos derivados, controlar grandes quantidades de activos subjacentes.

A finalidade principal dos derivados acabou por não ser a originária, de «*hedging*», mas a de especulação e a de arbitragem – no primeiro caso, a de aposta na subida dos valores (o «*contango*», ou mais sofisticadamente a aposta na descida, a «*backwardation*»), no segundo caso, a de exploração das divergências de valores em diferentes mercados ou em diferentes activos (sendo a «arbitragem» a exploração assimétrica de imperfeições do mercado, sem risco). Também aqui os ganhos (e perdas) potenciais que se alcançam através dos derivados podem constituir múltiplos daqueles que se alcançariam através da negociação simples e directa dos activos subjacentes.

Um derivado de crédito é um contrato cujo valor resulta do risco de crédito de um activo subjacente (de títulos obrigacionistas, por exemplo), sendo portanto que o risco em causa se refere a um terceiro – a entidade de referência – e não às partes na transacção. Nos termos do contrato, o vendedor vende protecção («cobertura») contra o risco de crédito da entidade de referência a que o comprador esteja exposto (ou em alternativa contra o risco do próprio mercado), e esse risco pode consubstanciar-se num qualquer evento de crédito (insolvência, mora ou incumprimento de algumas ou todas as obrigações, antecipação de prazos, alteração ou perda de garantias, reestruturação de dívidas), devendo sublinhar-se que as partes no contrato não têm que dispor do activo subjacente (bastando que este esteja «titularizado») nem têm que ter qualquer relação com a entidade de referência, e que o «evento de crédito» serve de condição suspensiva ou resolutiva das obrigações do emitente dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito.

<sup>38</sup> Lucas Jr., Robert E. (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, 19-46.

<sup>39</sup> Chiarini, Bruno & P. Piselli (2001), "Identification and Dimension of the NAIRU", *Economic Modelling*, 18/4, 585-611; Gordon, Robert J. (1998), "Foundations of the Goldilocks Economy: Supply Shocks and the Time-Varying NAIRU", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 297-333; Hall, Robert E. (1979), "A Theory of the Natural Unemployment Rate and the Duration of Employment", *Journal of Monetary Economics*, 5/2, 153-170; Katz, Lawrence F. & Alan B. Krueger (1999), "The High-Pressure U.S. Labor Market of the 1990s.", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1-65; Pissarides, Christopher A. (1990), *Equilibrium Unemployment Theory*, Oxford, Basil Blackwell; Solow, Robert M. (1986), "Unemployment: Getting the Questions Right", *Economica*, 53/210, S23-S34; Stiglitz, Joseph E. (1997), "Reflections on the Natural Rate Hypothesis", *Journal of Economic Perspectives*, 11/1, 3-10. Cfr. ainda: Araújo, Fernando (2005), *Introdução à Economia*, 3ª ed., Coimbra, Almedina, Gráfico 23.3. Para as controvérsias em torno do conceito de NAIRU, cfr. Krueger, Alan B. & Robert Solow (orgs.) (2001), *The Roaring Nineties: Can Full Employment Be Sustained?*, New York, Russell Sage Foundation.

<sup>40</sup> Calvo, Guillermo A. (1983), "Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework", *Journal of Monetary Economics*, 12/3, 383-398; Friedman, Milton (1960), *A Program for Monetary Stability*, New York, Fordham University Press; Smith, Bruce D. (2002), "Monetary Policy, Banking Crises, and the Friedman Rule", *American Economic Review*, 92/2, 128-134.

<sup>41</sup> McCallum, Bennett T. (1981), "Price Level Determinacy with an Interest Rate Policy Rule and Rational Expectations", *Journal of Monetary Economics*, 8/3, 319-329; Taylor, John B. (1979), "Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations", *Econometrica*, 47/5, 1267-1286.

Para evitar o alastramento dessa «especulação indutora», as autoridades financeiras internacionais e os Estados poderiam ter interditado os CDS e outros instrumentos derivados de «parasitismo da desgraça» (não esqueçamos que o que um CDS representa é essencialmente a aposta no incumprimento de uma dívida, uma aposta assente na percepção da incapacidade económica, actual ou potencial, do devedor, ou até na sua vulnerabilidade a uma insolvência provocada), mais a mais quando o efeito destrutivo desses instrumentos derivados tinha já sido abundantemente evidenciado nas crises financeiras imediatamente precedentes (começando no espectacular desenlace da *Enron*). Não o fizeram por um conjunto vasto de razões, a maior parte delas más razões: entre elas destacaríamos a complacência com a sedimentação de um novo sistema financeiro internacional assente na especulação indutora e na contabilização de movimentos meramente ideais de activos, ou referidos a activos, e por isso susceptíveis de multiplicações e empolamentos ilimitados; e a noção optimista de que esses instrumentos parasíticos não se virariam jamais, seja contra os seus próprios autores e beneficiários (basicamente os bancos de investimento e os «*hedge funds*»), seja contra a dívida soberana.

Não o farão agora, comprometidos que ficaram com o «*bailout*» das mesmíssimas instituições de crédito que tinham protagonizado a explosão dos instrumentos derivados, instituições com as quais os Estados vão mantendo proveitosas simbioses, traduzidas em «alavancagem» no acesso ao mercado e na contabilização de activos pelo «*notional value*» do «*mark-to-market*», e não pela realização de liquidez («*Capitalismo de Estado*» há-de ser uma expressão adequada para crismarmos historicamente a nossa era); e receosos que continuem de que a «desmultiplicação» que se seguiria ao banimento das «alavancas multiplicadoras» fizesse desaparecer a última réstia de confiança que subsiste, já que, apesar de todo o descrédito, os mercados não podem deixar de recorrer à intermediação financeira. Nem a proposta de controlo pan-europeu desses instrumentos derivados (através da obrigatoriedade de registo) vingou, embora ela tivesse possibilitado a detecção precoce de movimentos especulativos e de iniciativas concertadas de larga escala.

## 7. As Bactérias na Placa de Petri.

Para percebermos com um pouco mais de nitidez o que está em causa, lembremos que um «*swap*» permite uma exposição das partes às variações de um activo subjacente sem necessidade de qualquer investimento directo nesse activo. Algumas das figuras predominantes nesta área são os TRS, os CDS, os CLN e os CDO.

1. Num «*total return swap*» (TRS), um contrato não-financiado, uma das partes recebe os rendimentos variáveis em função de um activo de referência (rendimentos, ganhos, perdas), enquanto a contraparte recebe um rendimento fixo, ou um rendimento cuja variabilidade não está correlacionada com a do activo subjacente, antes numa outra «*notional value*». Não se trata de um puro derivado na medida em que fornece protecção contra as perdas de valor do activo subjacente, e não somente, como num «*credit default swap*», contra eventos de crédito específicos. Como derivado de crédito não-financiado, o TRS é um contrato de permuta financeira de fluxos de crédito – duas partes num contrato permutam temporariamente pagamentos periódicos a que cada uma tivesse direito; tipicamente, uma recebe juros e mais-valias de um activo de referência, enquanto a contraparte recebe pagamentos não-relacionados com a fiabilidade (obrigacional) da entidade de referência, mas apenas com a «*notional value*» associada aos valores permutados (sendo portanto mais amplos do que os «*credit default swaps*» porque protegem contra qualquer perda de valor, e não apenas as que sejam atribuíveis a específicos eventos de crédito).
2. Num «*credit default swap*» (CDS), contrato não-financiado, há um acordo entre um vendedor e um comprador de protecção contra eventos de crédito, tomando por foco a fiabilidade (obrigacional) de uma entidade de referência (privada ou pública). O comprador tipicamente paga uma quantia certa (e periódica) ao vendedor, e este procederá a um «pagamento contingente» a favor do comprador, caso se verifique a condição do «evento de crédito» na entidade de referência. Não se trata de um seguro, porque o comprador de protecção não tem que ter títulos da entidade de referência, nem sequer tem que averbar uma perda; e o vendedor de protecção não tem qualquer direito de subrogação, ou de regresso, contra a entidade de referência<sup>42</sup>.
3. As «*credit linked notes*» (CLN), derivados de crédito financiados<sup>43</sup>, são valores vinculados a créditos (valores mobiliários condicionados por eventos de crédito) – notas cujo valor (em termos de «*cash flow*») depende de um evento de crédito, a definir pelas partes, servido para o «*hedging*» de investimentos obrigacionistas<sup>44</sup>.
4. As «*collateralized debt obligations*» (CDO) são derivados de crédito financiados que expõem os subscritores ao risco de uma grande quantidade (e variedade) de dívidas, espelhando pois alguma diversificação por «*tranches*», de risco (de «risco subordinado») muito variado, podendo tratar-se tanto de penhor financeiro (contrato de garantia financeira sem transmissão da propriedade) como de alienação fiduciária em garantia (contrato de garantia financeira com transmissão da propriedade).

Esta simples enumeração das formas básicas do «admirável mundo novo da finança» justificar-se-á para ilustrarmos o quanto estas fontes de receita são complexas e sofisticadas, frutos que são de subtil modelação financeira – expondo todos aqueles que lidam com eles a riscos básicos, como o da insusceptibilidade de compreensão do que está em causa neles e de qual o nível de risco que incorporam, e da correspondente susceptibilidade de manipulação (ocultação de riscos, empolamento de ganhos) em mercados crescentemente «desintermediados» e por isso crescentemente susceptíveis de amplificação irrestrita de ganhos e perdas potenciais.

Cabe perguntar em que legitimação política assenta a prática que tornou os Estados de todo o mundo – e também os Estados-membros da UEM – em participantes activos ou até em supervisores coniventes com esta «pesca em águas turvas».

<sup>42</sup> A figura surgiu quando os grandes financiadores procuraram cobrir o risco de crédito associado aos seus empréstimos sem terem que ceder a sua posição contratual nesses empréstimos.

<sup>43</sup> Significando que aqui, nos CLN e nos CDO, existe uma securitização através de uma instituição de crédito ou de um «*special purpose vehicle*» (SPV), com a qual o vendedor de protecção faz um pagamento inicial (que serve de garantia ao comprador contra riscos do próprio vendedor de protecção), ao contrário do que sucede com os dois casos anteriores, de TRS e de CDS, em que há a simples transacção, por contrato bilateral, de uma protecção de crédito.

<sup>44</sup> Por exemplo, um banco que empresta a devedores de elevado risco pode emitir CLN's através dos quais fique desobrigado de reembolsar, parcial ou totalmente, caso os devedores incumpram; todavia, quem compra as notas fica exposto a dois riscos cumulativos, o do incumprimento dos devedores e o da insolvência do banco.

## 8. Desconsiderando a Regra de «No Bailout».

Em vez de se afastarem do mercado de derivados, a UE e a UEM optaram pela mais onerosa e contraproducente das estratégias, a de ajudar financeiramente os governos em dificuldades de forma a torná-los menos atraentes para a especulação, mas com isso premiando não apenas a incompetência e a irresponsabilidade, passada ou futura, na conduta de Estados-membros da UEM, mas colaborando na perpetuação dos «instrumentos derivados», agora ajudando a financiar as contrapartes nas apostas quanto à bancarrota de Estados-membros (há uma tendência a esquecer que o «*bailout*» é a verificação de um dos dois resultados possíveis a que se reporta um CDS sobre dívida soberana). Mais ainda, em vez de se congregarem em torno do próprio TFUE, que num assumido combate à incompetência e à irresponsabilidade estabelece no seu art. 125º a cláusula de «*no bailout*», consumaram essa aberta violação à letra e ao espírito do Tratado ao mesmo tempo que tomavam para bodes expiatórios as agências de «*rating*» que tornavam transparente a fragilidade financeira e a solvência dos Estados-membros.

Tudo, alegadamente, para salvar a UEM e a moeda única.

Na teoria, a desconsideração da regra de «*no bailout*» – ou a sua redução a uma «*fair-weather clause*», uma declaração de boas intenções válida apenas para tempos de bonança, e a ser retirada ao primeiro aviso de tormenta – é espelho das fragilidades e equívocos com que nasceu, e em que assenta, a UEM; na prática, ela estabelece, criando um precedente, de solidariedade incondicionada: não uma «União Monetária» mas uma «União de Endividamento», na expressão irónica que já empregámos. Com efeito, se levamos em conta que as regras sobre o défice orçamental já foram violadas mais de 40 vezes desde Maastricht (com a Grécia comandando o pelotão), constatar-se-á com acrescida ironia que a UEM não foi apenas uma solução que habilitou vários países a viverem, ainda que temporariamente, acima dos seus meios (das suas capacidades de consolidação e equilíbrio orçamental após decénios de activismo pseudo-keynesiano<sup>45</sup>), converteu-se ainda numa forma de esses mesmos países, mantendo a fachada de acatamento das regras vigentes, acederem a novas fontes de financiamento e por essa via agravarem ainda mais o seu endividamento, tanto o público como o privado.

A crise na Grécia, e a ameaça de crise no grupo PIIGS, não é portanto facto surpreendente ou inadvertido, e, insistamos, não é o resultado de uma caprichosa conspiração de especuladores anti-europeístas – antes é a reacção de um mercado que impiedosamente explora, como referimos, todas as fragilidades que vê manifestarem-se, e que, com a complacência de Estados, supervisores e autoridades monetárias e financeiras, se muniu de instrumentos amplificadores e multiplicadores dos efeitos dessa especulação oportunista. É, aliás, uma guerra de armas iguais: os Estados não dispõem, por ora, de vontade política para banirem os «instrumentos derivados» com os quais se aposta na sua bancarrota; mas esses mesmos Estados aproveitam em pleno o jogo especulativo para alcançarem os seus próprios fins – pense-se no caso da Grécia, apoiada por bancos de investimento em operações com «produtos estruturados» concebidos para ajudar a «maquilhar» o seu défice, com uma complacência *ex ante* reforçada pela subsequente violação do art. 125º do TFUE.

Perante isto, parece que a UEM está prisioneira de um dilema, na medida em que se encontra profundamente comprometida com um quadro de funcionamento do mercado financeiro que ao mesmo tempo comporta um elevadíssimo risco de dissolução da própria União. Dadas as implicações políticas e o inerente simbolismo, não parece – por agora – credível a opção de abandono ou expulsão de algum Estado-membro, ainda que a retórica e o sensacionalismo se exaltem já com tal possibilidade.

Menos credível – e mais perigosa – é a ideia de colocar em marcha a Procuradoria Europeia (prevista no art. 86º do TFUE), alegadamente com o fito de pô-la no encaço dos «especuladores» que atentariam contra a UEM: na melhor das hipóteses, um «tiro no pé» que mais não faria do que deixar transparecer as malsãs simbioses dos Estados-membros com o lado obscuro da moderna actividade financeira; na pior das hipóteses, uma das habituais soluções tutelares e pretensamente «reguladoras» que interferem com o todo da liberdade económica por dificuldade de lidarem adequadamente com o lado «contaminado» dessa liberdade – no caso, impondo uma nova entidade burocrática (ocorre logo falar da «*European Debt Agency*», concebida para funcionar como uma espécie de super-Ministério das Finanças da UE) ou ampliando as atribuições das múltiplas existentes com o fito de «disciplinar» os mercados financeiros, mas sem extirpar imediatamente os «instrumentos derivados» que precisamente contaminaram esses mercados (afinal, um passo tão simples e lógico como o da criminalização do «*insider trading*», há um século uma prática inteiramente aceite, até dominante, nos mercados financeiros – sob a designação de «*financial tips*» –)<sup>46</sup>.

É óbvio que um «*bailout*» colectivo, nomeadamente o recurso ao Fundo Monetário Internacional, ou até a criação – que tem os seus defensores – de um Fundo Monetário Europeu, seria, ao menos em termos de reputação, o equivalente à admissão do colapso da UEM.

Dada a forma como o Euro nasceu, a solução para a presente crise não é certamente «mais do mesmo» – especificamente a criação de uma nova moeda única, uma nova denominação monetária, por mais dourada e acarinhada que ela apareça pela «indústria de eufemismos» em que se converteu alguma da moderna ciência financeira (a tal que, caricaturalmente, deixou de admitir que os preços baixam e insiste que eles apenas «ajustam»). A crise interna da UEM transformou-se numa crise de confiança – de confiança recíproca entre os Estados-membros, de confiança dos cidadãos, dos consumidores, dos investidores, nos seus próprios Estados e nas instituições comunitárias –; ela já não pode ser salva por «*wishful thinking*» ou por qualquer barragem de eufemismos.

<sup>45</sup> Buchanan, James M. (1995), "Clarifying Confusion about the Balanced Budget Amendment", *National Tax Journal*, 48, 347-356; Dornbusch, Rudiger, Stanley Fischer & Richard Startz (2004), *Macroeconomics*, 9ª ed., Boston, McGraw-Hill, 233ss.; Rosen, Harvey S. (2002), *Public Finance*, 6ª ed., Boston, McGraw-Hill Irwin, 130ss.; Schultze, Charles L. (1995), "The Balanced Budget Amendment: Needed? Effective? Efficient?", *National Tax Journal*, 48, 317-328. Cfr. Araújo, Fernando (2005), *Introdução à Economia*, 3ª ed., Coimbra, Almedina, 772.

<sup>46</sup> Admitamos que faz sentido um condicionamento intermédio, por exemplo a proibição imediata, ou ao menos a prazo, do mercado «*over the counter*» de derivados, um mercado menos transparente e mais exposto ao risco da contraparte (em especial no caso dos «*swaps*»), a favor da subsistência, ao menos temporária, da negociação em bolsa, dos «*exchange-traded derivatives*» – devendo todavia reconhecer-se que o incremento de transparência e a diminuição de risco da contraparte «central» é muitas vezes contrabalançado pelo aumento de risco na sofisticação e na «*estruturção*» dos produtos transaccionados.

## 9. A Redenção Monetarista?

Ora uma situação dessas parece aconselhar, mais do que nunca, o regresso ao paradigma monetarista que, recordemos, começou por inspirar a criação da UEM – é que esse paradigma monetarista é aquele que especificamente se centra na tutela das expectativas, na formação de confiança, na sedimentação racional de expectativas sobre o longo prazo na economia<sup>47</sup>.

É com ele que o Banco Central pode paralisar euforias e turbulências mantendo-se apegado, com a credibilidade e a transparência que lhe são consentidos pela sua independência<sup>48</sup>, a regras de gestão dos agregados monetários que não se deixam capturar ou perturbar pelas urgências do momento, por notações de risco em constante mutação (haja o não um desígnio mercenário subjacente), pela espiral crescente de «prémios de risco» incorporados em «*spreads*» de operações bancárias e inter-bancárias ou reflectidos na expansão e valorização de «*credit default swaps*».

Recoloquemos a questão em termos ainda mais simples, perguntando genericamente se os Bancos centrais devem reagir às volatilidades bolsistas<sup>49</sup>, em especial dada a rigidez anunciada com o «*targeting*» da inflação<sup>50</sup>. A resposta, no seio da congruência monetarista, é elementar: os Bancos Centrais só devem reagir na medida em que as variações dos valores bolsistas repercutam nas previsões desses mesmos Bancos reportadas à tendência evolutiva (de longo prazo) da inflação<sup>51</sup>.

Mas isso, em nosso entender, reclama também alguns ajustamentos no próprio desenho inicial da UEM, até no redesenho do quadro normativo e institucional em que se quis fazer assentar a tão vital independência do BCE. Tal como ele foi inicialmente concebido, o BCE nasceu como uma entidade eminentemente capturável – se é que não nasceu já capturada, na «dança de cadeiras» que, com grande alarido político-partidário e grande coreografia diplomática, determinou a escolha logo do seu primeiro Presidente.

Recapitulando, pede-se de um Banco Central moderno que, com prioridade<sup>52</sup>:

1. Auxilie à estabilização dos preços – basicamente isolando a criação de moeda das solicitações de curto prazo induzidas por hiatos inflacionistas ou deflacionistas<sup>53</sup>, subordinando-a antes a um propósito de consistência inter-temporal de atitudes<sup>54</sup>; por outras palavras, que promova a estabilidade nominal dos preços através do valor «credibilidade», como sucessor da desacreditada «âncora institucional» do sistema de Bretton Woods;
2. Estabeleça um valor de «inflação-alvo» e se mantenha apegado a esse objectivo através de regras procedimentais simples (mormente com uma «*feedback rule*» ancorada a um valor da «*core inflation*», como a «regra de Taylor» que, desde a sua primeira formulação no início dos anos 90<sup>55</sup>, tem vindo a dominar a teoria e a prática da política monetária<sup>56</sup>);
3. Com o inflexível apego a um alvo único e a uma regra única vá estabilizando as expectativas<sup>57</sup>, vá fazendo coincidir valores de curto e longo prazo por «endogeneização» (por habituação às políticas de estabilização<sup>58</sup>) e inutilize a especulação financeira, acabando por dissuadi-la (e por sua vez tornando redundante, a prazo mas de modo permanente, qualquer activismo na política monetária<sup>59</sup>);
4. Estabeleça alvos e regras exclusivamente subordinado a uma «aversão à inflação» superior à média, de modo a agir preventivamente, com alguma agressividade<sup>60</sup>, na estabilização de curto prazo (com o elemento «*forward-looking*» muito enfatizado – pesem embora as conotações nekeynesianas desse elemento<sup>61</sup> –, a genuína estabilização dá origem a uma atitude de prevenção geral – a «dinâmica» macroeconómica subjacente é inteiramente invertida, não se tratando já, com a subida das taxas de juro, de moderar a procura agregada<sup>62</sup>);

<sup>47</sup> Asso, Pier Francesco, George A. Kahn & Robert Leeson (2007), "The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy" (paper), 5.

<sup>48</sup> Goodfriend, Marvin (1986), "Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking", *Journal of Monetary Economics*, 17, 63-92; Blinder, Alan S. (1996), "Central Banking in a Democracy", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 82/4, 1-14.

<sup>49</sup> Bernanke, Ben S. & Mark Gertler (1999), "Monetary Policy and Asset Volatility", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 84/4, 17-52.

<sup>50</sup> Bernanke, Ben S. & Frederic S. Mishkin (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives*, 11/2, 97-116.

<sup>51</sup> Bernanke, Ben S. & Mark Gertler (2001), "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?", *American Economic Review*, 91/2, 253-257, 253.

<sup>52</sup> Crowe, Christopher & Ellen E. Meade (2007), "The Evolution of Central Bank Governance around the World", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 69-90, 88ss.; Goodfriend, Marvin (2007), "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 47-68.

<sup>53</sup> Taylor, John B. (1985), "What Would Nominal GNP Targeting Do to the Business Cycle?", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 22, 61-84.

<sup>54</sup> Asso, Pier Francesco, George A. Kahn & Robert Leeson (2007), "The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy" (paper), 35ss..

<sup>55</sup> Taylor, John B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.

<sup>56</sup> Bernanke, Ben S. & Frederic S. Mishkin (1992), "Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries", in Blanchard, Olivier Jean & Stanley Fischer (orgs.) (1992), *NBER Macroeconomics Annual 1992*, Cambridge MA, MIT Press, 138-228; Orphanides, Athanasios (2003), "Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule", *Journal of Monetary Economics*, 50/5, 983-1022.

<sup>57</sup> Como implicitamente se fez nos anos 70 no Bundesbank, no Banco do Japão e no Banco Nacional Suíço e nos anos 80 nas «eras Volker e Greenspan» nos EUA, e explicitamente se assumiu como «inflation targeting» pela Nova Zelândia (1990), pelo Canadá (1991), pela Suécia (1992) e pela Grã-Bretanha (1992), e na viragem do século pelas economias de transição depois do colapso das taxas de câmbios fixas. Cfr. Rich, Georg (1997), "Monetary Targets as a Policy Rule: Lessons from the Swiss Experience", *Journal of Monetary Economics*, 39/1, 113-141; Blejer, Mario, Alain Ize, Alfredo M. Leone & Sergio Werlang (orgs.) (2000), *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, Washington DC, International Monetary Fund; Leiderman, Leonardo & Lars E.O. Svensson (1995), *Inflation Targets*, London, Centre for Economic Policy Research; Von Hagen, Jurgen (1999), "Money Growth Targeting by the Bundesbank", *Journal of Monetary Economics*, 43/3, 681-701.

<sup>58</sup> Lucas Jr., Robert E. (1972), "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory*, 4/2, 103-124; Sargent, Thomas J. (1973), "Rational Expectations, the Real Rate of Interest, and the Natural Rate of Unemployment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 429-472.

<sup>59</sup> Taylor, John B. (2007), "Thirty-five Years of Model Building for Monetary Policy Evaluation: Breakthroughs, Dark Ages and a Renaissance", *Journal of Money, Credit and Banking*, 39/1, 193-201.

<sup>60</sup> Clarida, Richard, Jordi Galí & Mark Gertler (2000), "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory", *Quarterly Journal of Economics*, 115/1, 147-180.

<sup>61</sup> Clarida, Richard, Jordi Galí & Mark Gertler (1998b), "Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence", *European Economic Review*, 42, 1033-1067; Clarida, Richard, Jordi Galí & Mark Gertler (1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, 37/4, 1661-1707; Sauer, Stephan & Jan-Egbert Sturm (2003), "Using Taylor Rules to Understand ECB Monetary Policy" (paper), 19ss..

<sup>62</sup> Benhabib, Jess, Stephanie Schmitt-Grohé & Martín Uribe (2002), "Avoiding Liquidity Traps", *Journal of Political Economy*, 110/3, 535-563; Clarida, Richard, Jordi Galí & Mark Gertler (2000), "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory", *Quarterly Journal of Economics*, 115/1, 147-180; Cochrane, John H. (2007), "Inflation Determination with Taylor Rules: A Critical Review" (paper), 3-4; Woodford, Michael (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton NJ, Princeton University Press.

5. Interaja com os mercados financeiros globalizados e com as novas instituições monetárias internacionais, assegurando a harmonização possível entre políticas monetárias, reduzindo o risco cambial e o espaço para a «arbitragem» cambial.

## 10. Independência e «Regra de Taylor».

Isso reclama um Banco Central independente – mas um Banco independente em mais do que uma dimensão, não simplesmente um Banco dirigido por autoridades irresponsáveis e inamovíveis e com mandatos longos. Um banco imaculadamente independente, convictamente, genuinamente, independente – sob pena de continuamente se regressar às armadilhas da «inconsistência inter-temporal», um fenómeno até separado dos efeitos de qualquer dependência ou captura do Banco Central, e que essencialmente corresponde ao seguinte: verificado num primeiro momento o seu sucesso na estabilização discricionária, o Banco Central passaria a ficar permanentemente sujeito a uma pressão política no sentido de ajudar a impulsionar o crescimento e reduzir o desemprego – um erro, já que, «empurrando» a economia para lá do PIB potencial e da taxa natural de desemprego, dessa política só pode resultar no longo prazo a inflação, nada mais<sup>63</sup>.

Para clarificar este último ponto, regressemos por momentos à pureza dos princípios da moderna Macroeconomia: dizer-se que a curva da oferta agregada é *vertical* no longo prazo equivale a dizer-se muito simplesmente que, passado o impacto inicial, as variações do nível de preços em nada afectam as quantidades de bens e serviços produzidos – não interferindo a variável nominal (preços) na variável real (quantidades), prevalecendo antes uma situação de neutralidade monetária, de que resulta ser o PIB potencial independente do nível de preços, pelo que a inflação é o único efeito que perdura no longo prazo, movido pela sua própria inércia e o seu potencial perturbador<sup>64</sup>. Ou, partindo da perspectiva simétrica, dir-se-á que domina hoje a ideia de que o agravamento constante da combinação de valores da inflação e do desemprego só poderá ser contrariado através de uma rigorosa política *deflacionista*; sendo a lógica ínsita a de que, dada a neutralidade monetária no longo prazo, essa contracção da massa monetária não provocará danos *reais* duradouros, subsistindo apenas, no longo prazo, a *deflação*<sup>65</sup>.

Uma palavra sobre a «Regra de Taylor»: ela é uma regra *activista* por excelência, que sugere às autoridades monetárias que taxa de juro adoptar com vista à obtenção de uma *taxa-alvo de inflação*<sup>66</sup>.

A sua fórmula inicial é, simplificada:

- $[Taxa\ de\ Juro] = 2 + [Inflação\ corrente] + 0,5 * ([Inflação\ corrente] - [Inflação\ alvo]) + 0,5 * (100 * (([PIB\ real] - [PIB\ potencial]) / [PIB\ real]))$ .
- Ou, numa formulação mais esquemática:  $[Taxa\ de\ Juro] = 2 + [Inflação\ corrente] + 0,5 * [Excesso\ de\ inflação\ face\ à\ taxa\ alvo] + 0,5 * [Hiato\ do\ produto]$ <sup>67/68</sup>.
- Numa síntese, dir-se-á que a fórmula sugere as seguintes regras:
  1. sempre que a inflação varie 1%, as autoridades monetárias devem variar a taxa de juro em 1,5%, e no mesmo sentido (subindo a taxa de juro quando a inflação tenda a subir, descendo a taxa de juro quando a inflação tenda a descer);
  2. sempre que o «hiato do produto» varie 1% as autoridades monetárias devem variar a taxa de juro em 0,5%, e no mesmo sentido (subindo a taxa de juro quando o «hiato do produto» aumenta, descendo a taxa de juro quando o «hiato do produto» diminui)<sup>69</sup>.

## 11. A Presidente Ideal do Banco Central Europeu: uma Proposta Modesta.

Sublinhe-se que foi precisamente para se resolver esse problema de inconsistência temporal que se sugeriu que a política monetária passasse a ficar confiada a pessoas com especial aversão à inflação<sup>70</sup>, e pessoas isoladas da influência política governamental<sup>71</sup>, ou confiada a pessoas que, sem terem essas características demonstradas, ao menos recebessem incentivos especiais para agirem com consistência e independência<sup>72</sup>.

<sup>63</sup> Barro, Robert J. & David B. Gordon (1983b), "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 12/1, 101-121; Kydland, Finn E. & Edward C. Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85/3, 473-491; Woodford, Michael (2007), "The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 3-24, 13ss.

<sup>64</sup> Araújo, Fernando (2005), *Introdução à Economia*, 3ª ed., Coimbra, Almedina, 648 (Ver Gráfico 17.6).

<sup>65</sup> Dornbusch, Rudiger, Stanley Fischer & Richard Startz (2004), *Macroeconomics*, 9ª ed., Boston, McGraw-Hill, 472-474.

<sup>66</sup> Para análises genéricas da «regra de Taylor», cfr. Benhabib, Jess, Stephanie Schmitt-Grohé & Martín Uribe (2001), "Monetary Policy and Multiple Equilibria", *American Economic Review*, 91/1, 167-186; Bryant, Ralph C., Peter Hooper & Catherine L. Mann (orgs.) (1993), *Evaluating Policy Regimes: New Research in Empirical Macroeconomics*, Washington DC, Brookings Institution; Clarida, Richard, Jordi Galí & Mark Gertler (1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, 37/4, 1661-1707; Hetzel, Robert L. (2000), "The Taylor Rule: Is It a Useful Guide to Understanding Monetary Policy?", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 86/2, 1-33; Judd, John P. & Glenn D. Rudebusch (1998), "Taylor's Rule and the Fed: 1970-1997", *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, 3, 3-16; Kozicki, Sharon (1999), "How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy?", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 2, 5-33; McCallum, Bennett T. (1999), "Issues in the Design of Monetary Policy Rules", in Taylor, John B. & Michael Woodford (orgs.) (1999), *Handbook of Macroeconomics – 1C*, Amsterdam, North-Holland, 1483-1530; Woodford, Michael (2001), "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy", *American Economic Review*, 91/2, 232-237.

<sup>67</sup> O valor 2 corresponde à taxa de juro real média no longo prazo.

<sup>68</sup> Em aplicação da fórmula, suponhamos que a inflação corrente é de 5%, que o PIB está 1% acima do PIB potencial e que a inflação-alvo é de 2%. Nesse caso, a taxa de juro deveria ser de  $9\%$  ( $=2+5+(0,5*3)+(0,5*1)$ ). Suponhamos que a inflação corrente é de 5%, que estamos em pleno emprego e que a inflação-alvo é de 2%. Nesse caso, a taxa de juro deveria ser de  $8,5\%$  ( $=2+5+(0,5*3)+(0,5*0)$ ). Suponhamos ainda que a inflação corrente é de 4%, que o PIB está 1% acima do PIB potencial e que a inflação-alvo é de 2%. Nesse caso, a taxa de juro deveria ser de  $7,5\%$  ( $=2+4+(0,5*2)+(0,5*1)$ ).

<sup>69</sup> Dornbusch, Rudiger, Stanley Fischer & Richard Startz (2004), *Macroeconomics*, 9ª ed., Boston, McGraw-Hill, 200.

<sup>70</sup> Rogoff, Kenneth (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, 100/4, 1169-1189.

<sup>71</sup> Barro, Robert J. & David B. Gordon (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model", *Journal of Political Economy*, 91/3, 589-610; Blinder, Alan S. (1997), "What Central Bankers Could Learn from Academics – and Vice-Versa", *Journal of Economic Perspectives*, 11/2, 3-19; Kydland, Finn E. & Edward C. Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85/3, 473-491; McCallum, Bennett T. (1997), "Crucial Issues Concerning Central Bank Independence", *Journal of Monetary Economics*, 39, 99-112.

<sup>72</sup> Walsh, Carl E. (1995), "Optimal Contracts for Central Bankers", *American Economic Review*, 85/1, 150-167.

Por mim, descrente de tais incentivos «*ad hoc*», e mais desconfiado ainda da risonha e alienadora retórica da «*governance*» nestas áreas<sup>73</sup>, não escondo a minha preferência por colocar uma senhora idosa, uma pensionista, à cabeça do BCE (de preferência por sufrágio universal e directo): à aversão ao risco, estatisticamente determinada como predominante no sexo feminino, acresceria a aversão aos efeitos erosivos da inflação sobre os rendimentos dos pensionistas, uma aversão superior à média (se pudermos pressupor que os rendimentos da população activa estarão normalmente mais protegidos por indexações, e mais ainda se pudermos pressupor que a mediana dos rendimentos dos pensionistas é inferior à mediana dos rendimentos da população activa).

Uma Presidente Ideal com essas características garantiria uma reacção levemente desproporcionada às pressões inflacionistas (acima do «*one-for-one feedback*»<sup>74</sup>), preenchendo assim em pleno as condições que consensualmente se associam à generalização da «regra de Taylor»<sup>75</sup> (uma simples reacção proporcionada poderia transmitir uma impressão de sub-reacção, e por essa via induzir flutuações amplificadas pelas expectativas<sup>76</sup>).

Nada disto se pode esperar de Presidentes-Banqueiros profundamente isolados, até ao limite do atordoamento, dos efeitos da inflação – prisioneiros dos seus vencimentos anuais de centenas de milhares de euros, acrescidos de «*fringe benefits*» e outros adornos das gaiolas douradas, empurrados que ficam para uma visão remota das variáveis macroeconómicas, comprometidos que estão pelas solidariedades clientelares com os seus mentores políticos.

Eu juntaria ainda uma preferência por uma característica não essencial, a de que essa Presidente Ideal do BCE dispusesse de pouca cultura económica e financeira, de forma a não deixar que convicções próprias e arreigadas interferissem no automatismo iterativo da aplicação de puras regras de «*feedback*», simples, transparentes, inteiramente previsíveis. Longe vão os tempos em que se julgava que às autoridades monetárias cabia examinar vastas quantidades de dados, ouvirem uma multiplicidade de especialistas, aplicarem modelos e simulações sofisticados, arriscarem previsões e, por fim, decidirem em tempo útil – espelhando em suma uma visão ampla do momento da economia numa determinada decisão cuja complexidade e não-linearidade poderiam ainda acarretar a consequência indesejada de tornarem imprevisível, aparentemente errática até, essa decisão – pois tudo isso tem sido superado, insista-se, pelo automatismo das regras de «*feedback*»<sup>77</sup>.

Lembremos inclusivamente que uma das principais dívidas teóricas para com o monetarismo é a demonstração, por este, de que a inflação não é um problema multifactorial (e implicitamente intratável, a exigir a rigorosa sincronização de controles de preços ou rendimentos, de políticas de crédito e de políticas orçamentais), já que: 1) a inflação de longo prazo é sempre resultado de crescimento excessivo dos agregados monetários (ainda que no curto prazo múltiplos factores possam influir); 2) o controlo da emissão da moeda é amplamente suficiente para travar aquele crescimento excessivo e, através dele, a inflação de longo prazo; 3) basta que o Banco Central actue com indiferença pelas flutuações de curto prazo manifestadas pela procura da moeda (em especial aquelas provindas da gestão da despesa pública)<sup>78</sup>.

Refira-se aliás, de passagem, que há quem sustente que o BCE tem colocado demasiada ênfase no «hiato do produto» por comparação com os valores da inflação<sup>79</sup>, concluindo alguns que daí resulta, para o Banco, um papel fundamentalmente destabilizador, um papel não muito diferente daquele que, na Reserva Federal, tem sido associado à era «pré-Volcker»<sup>80</sup>; isto ainda que, em rigor, pareça prematuro concluir-se acerca da verdadeira índole da política monetária do BCE, que manifestamente não se defrontou ainda com toda a variedade possível de circunstâncias<sup>81</sup>.

Por outro lado, uma Presidente Ideal dotada de pouca cultura económica e financeira não seria acometida de dúvidas e de hesitações como aquelas que interpelariam um académico probo: por exemplo, perseverar numa União Monetária como a «*voie royale*» para a estabilização do crescimento económico – aquilo que tem sido feito, ao menos em palavras –, ou abandoná-la e concentrar esforços em modelos de «*real business cycle*» vocacionados para a prevenção e terapia de choques nas variáveis «reais» da produtividade, da despesa, dos termos de troca no comércio internacional – e nada de moeda?<sup>82</sup> Ou avançar para as sempiternas sínteses destinadas a almas tímidas?<sup>83</sup> A riqueza teórica nem sempre é uma bênção para a prática...

<sup>73</sup> Bernanke, Ben S. & Frederic S. Mishkin (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives*, 11/2, 97-116; King, Mervyn A. (2005), "What Has Inflation Targeting Achieved?", in Bernanke, Ben S. & Michael Woodford (orgs.) (2005), *The Inflation-Targeting Debate*, Chicago, University of Chicago Press, 11-16.

<sup>74</sup> A ideia básica é esta: se tanto a inflação como o «hiato do produto» forem zero, o Banco Central tende a limitar-se (e deve limitar-se) a estabelecer a taxa de juro corrente, e a taxa de juro previsível, também ao nível zero; qualquer «aquecimento» inflacionista tenderá a corresponder (e deverá corresponder) a uma subida mais do que proporcional das taxas de juro nominais (um feedback, portanto, acima do one-for-one); em contrapartida, um declínio espontâneo da inflação permitirá ao banco baixar os juros e criar algum estímulo à procura agregada, com o limite da «armadilha da liquidez». Deste modo evita-se toda a referência a agregados monetários e a todas as trajectórias de crescimento da massa monetária, tidos por metas complexas e perturbadoras da política básica das autoridades monetárias. Cfr. Taylor, John B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214; Galí, Jordi & Mark Gertler (2007), "Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 25-45, 36ss..

<sup>75</sup> Clarida, Richard, Jordi Galí & Mark Gertler (2000), "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory", *Quarterly Journal of Economics*, 115/1, 147-180; Davig, Troy & Eric M. Leeper (2007), "Generalizing the Taylor Principle", *American Economic Review*, 97, 607-635; Rotemberg, Julio J. & Michael Woodford (1997), "An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy", in Bernanke, B.S. & J.J. Rotemberg (orgs.) (1997), 297-346.

<sup>76</sup> Benhabib, Jess, Stephanie Schmitt-Grohé & Martín Uribe (2001), "Monetary Policy and Multiple Equilibria", *American Economic Review*, 91/1, 167-186; Calvo, Guillermo A. (1979), "On Models of Money and Perfect Foresight", *International Economic Review*, 20/1, 83-103; Fischer, Stanley (1974), "Money and the Production Function", *Economic Inquiry*, 12/4, 517-533; Rotemberg, Julio J. (1982b), "Sticky Prices in the United States", *Journal of Political Economy*, 90/6, 1187-1211; Taylor, John B. (1977), "Conditions for Unique Solutions in Stochastic Macroeconomic Models with Rational Expectations", *Econometrica*, 45/6, 1377-1385.

<sup>77</sup> Davig, Troy & Eric M. Leeper (2007), "Generalizing the Taylor Principle", *American Economic Review*, 97, 607-635, 607ss..

<sup>78</sup> Tobin, James (1980), "Stabilization Policy Ten Years After", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 19-71, 64ss..

<sup>79</sup> Sauer, Stephan & Jan-Egbert Sturm (2003), "Using Taylor Rules to Understand ECB Monetary Policy" (paper), 27.

<sup>80</sup> Taylor, John B. (1999), "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules", in Taylor, John B. (org.) (1999), *Monetary Policy Rules*, Chicago, University of Chicago Press, 319-341.

<sup>81</sup> Sauer, Stephan & Jan-Egbert Sturm (2003), "Using Taylor Rules to Understand ECB Monetary Policy" (paper), 28ss..

<sup>82</sup> King, Robert G., Charles I. Plosser & Sergio T. Rebelo (1988), "Production, Growth and Business Cycles: I. The Basic Neoclassical Model", *Journal of Monetary Economics*, 21/2-3, 195-232; Kydland, Finn E. & Edward C. Prescott (1982), "Time to Build and Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, 50/6, 1345-1371; Long, John B. & Charles I. Plosser (1983), "Real Business Cycles", *Journal of Political Economy*, 91/1, 39-69; Prescott, Edward C. (1986b), "Theory Ahead

## 12. Problemas de Credibilidade numa União Monetária.

Claro está que o objectivo da independência do Banco Central não se basta com as características pessoais dos banqueiros ou mesmo com a abstenção de interferências governamentais; passou a reconhecer-se que também era necessária a definição de objectivos claros para a política monetária, não apenas para limitar «ajudas» ao Estado mas também, e sobretudo, para evitar a já referida «armadilha» da política discricionária<sup>84</sup>.

Em contrapartida, também é sabido que a independência real gera outro tipo de problemas, em especial em sede de responsabilidade pessoal e institucional – aspectos cruciais numa sociedade democrática<sup>85</sup>. Um modo de reconciliar os dois objectivos, independência e responsabilidade, é o de atribuir-se aos titulares das autoridades monetárias um mandato bem restrito e demarcado – a definição de «alvos», de «objectivos» simples, fáceis de identificar, fáceis de aferir, auxiliando à determinação sobre o sucesso ou insucesso no respectivo preenchimento, e idealmente afastados de discussões sobre interpretações possíveis, sobre prioridades entre metas difusas: uma independência, quer de objectivos, quer de instrumentos com que prossegui-los<sup>86</sup>.

E também não é de ignorar o custo em termos de limitação da informação disponível que a independência do Banco Central representa: a independência tem que se traduzir na obtenção da informação crucial exclusivamente pelos seus próprios meios, sem confiar na informação oferecida por terceiros, em especial pelos Governos<sup>87</sup>.

Não é demais insistirmos na ligação necessária entre o facto da independência e o valor da credibilidade como ponto focal para as expectativas (subscrevamos, ou não, a radicalidade da análise das «expectativas racionais»<sup>88</sup>): bastará uma primeira mudança discricionária de regime para convencer os actores económicos de que tal mudança, sendo possível, passa a ser provável (sendo que a única expectativa inteiramente estável é aquela que presume que as alterações são impossíveis<sup>89,90</sup>). Em contrapartida, não é fácil às autoridades monetárias descartarem a possibilidade de mudança de regime, seja para regras mais brandas seja para a discricionariedade, mesmo quando percebam as vantagens de ficarem desde o início inibidas de fazê-lo<sup>91</sup>: num embate sério com o Governo por causa de situações de emergência (como a da corrente crise da UEM), a rigidez das regras pode parecer uma comprometedor intransigência por parte das autoridades monetárias, podendo no limite levar a situações mais graves de confronto – e daí que já se tenha apurado que em períodos de «alto risco» tenda a registar-se menor independência, menor consistência no «inflation targeting»<sup>92</sup> e maior passividade por parte das autoridades monetárias<sup>93</sup>.

of Business Cycle Measurement", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 25, 11-44; Prescott, Edward C. (2006), "Nobel Lecture: The Transformation of Macroeconomic Policy and Research", *Journal of Political Economy*, 114/2, 203-235.

<sup>83</sup> Clarida, Richard, Jordi Galí & Mark Gertler (1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, 37/4, 1661-1707; Cooley, Thomas F. (org.) (1995), *Frontiers of Business Cycle Research*, Princeton NJ, Princeton University Press; Goodfriend, Marvin (2002), "Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer", *International Finance*, 5/2, 165-191; Goodfriend, Marvin & Robert G. King (1997), "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", in Bernanke, Ben S. & Julio J. Rotemberg (orgs.) (1997), *NBER Macroeconomics Annual 1997*, Cambridge MA, MIT Press, 231-283; Messori, Marcello (org.) (1999), *Financial Constraints and Market Failures: The Microfoundations of New Keynesian Macroeconomics*, Cheltenham, Elgar; Rosende, Francisco (2002), "La Nueva Síntesis Keynesiana: Análisis e Implicancias de Política Monetaria", *Cuadernos de Economía*, 39/117, 203-233; Walsh, Carl E. (2003), "Speed Limit Policies: The Output Gap and Optimal Monetary Policy", *American Economic Review*, 93/1, 265-278. Cfr. Araújo, Fernando (2005), *Introdução à Economia*, 3ª ed., Coimbra, Almedina, Gráfico 26.8.

<sup>84</sup> Crowe, Christopher & Ellen E. Meade (2007), "The Evolution of Central Bank Governance around the World", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 69-90, 70ss.; Cukierman, Alex, Steven B. Webb & Bilin Neyapti (1992), "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", *World Bank Economic Review*, 6/3, 353-398.

<sup>85</sup> Crowe, Christopher & Ellen E. Meade (2007), "The Evolution of Central Bank Governance around the World", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 69-90, 78ss..

<sup>86</sup> Debelle, Guy & Stanley Fischer (1995), "How Independent Should Central Banks Be?", in Fuhrer, Jeffrey C. (org.) (1995), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston, 195-221.

<sup>87</sup> Cho, In-Koo, Noah Williams & Thomas J. Sargent (2002), "Escaping Nash Inflation", *Review of Economic Studies*, 69/1, 1-40; Cogley, Timothy & Thomas J. Sargent (2005), "The Conquest of U.S. Inflation: Learning and Robustness to Model Uncertainty", *Review of Economic Dynamics*, 8/2, 528-563; Sargent, Thomas J. (1999), *The Conquest of American Inflation*, Princeton, Princeton University Press; Sargent, Thomas J. & Noah Williams (2005), "Impacts of Priors on Convergence and Escapes from Nash Inflation", *Review of Economic Dynamics*, 8/2, 360-391; Sargent, Thomas J., Noah Williams & Tao Zha (2006), "Shocks and Government Beliefs: The Rise and Fall of American Inflation", *American Economic Review*, 96, 1193-1224, 1195ss.; Sims, Christopher A. (1988), "Projecting Policy Effects with Statistical Models", *Revista de Analisis Economico*, 3, 3-20.

<sup>88</sup> Goodfriend, Marvin (2007), "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 47-68, 51-53; Kydland, Finn E. & Edward C. Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85/3, 473-491; Lucas Jr., Robert E. (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, 19-46; Lucas Jr., Robert E. & Thomas J. Sargent (1981), *Rational Expectations and Econometric Practice*, Minneapolis, University of Minnesota Press.

<sup>89</sup> Cooley, Thomas F., Stephen F. LeRoy & Neil Raymon (1984), "Econometric Policy Evaluation: Note", *American Economic Review*, 74/3, 467-470; Davig, Troy & Eric M. Leeper (2007), "Generalizing the Taylor Principle", *American Economic Review*, 97, 607-635, 619ss..

<sup>90</sup> Do ponto de vista dos produtores, a credibilidade das autoridades monetárias e das suas políticas estabilizadoras significa que todos os desvios em relação às margens de lucro óptimas serão percebidas como temporárias, dada a capacidade da política monetária para torná-las temporárias e para reverter o contexto. Assim se evitam «pânicos inflacionistas», situações em que as expectativas de inflação ficam para lá do intervalo dentro do qual é possível a estabilização com a pura política monetária; em tais situações o banco central vê-se numa situação difícil, visto que, para contrariar as expectativas muito elevadas de inflação, o banco terá que aplicar medidas deflacionistas de contracção da procura agregada – visando por fim um abaixamento das remunerações que reponha as margens de lucro dos produtores. Essa reacção do banco induzirá, pois, volatilidade tanto nos preços como no emprego, e esse foi precisamente o problema das políticas «go-stop». Cfr. Goodfriend, Marvin (2007), "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 47-68, 63ss..

<sup>91</sup> Davig, Troy & Eric M. Leeper (2007), "Generalizing the Taylor Principle", *American Economic Review*, 97, 607-635, 618ss..

<sup>92</sup> Bernanke, Ben S. & Frederic S. Mishkin (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives*, 11/2, 97-116; Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin & Adam S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton NJ, Princeton University Press; Clarida, Richard, Jordi Galí & Mark Gertler (2000), "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory", *Quarterly Journal of Economics*, 115/1, 147-180; Davig, Troy & Eric M. Leeper (2007), "Generalizing the Taylor Principle", *American Economic Review*, 97, 607-635, 619ss.; Lubik, Thomas A. & Frank Schorfheide (2004), "Testing for Indeterminacy: An Application to U.S. Monetary Policy", *American Economic Review*, 94/1, 190-217; Mishkin, Frederic S. (2004), "Why the Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting", *International Finance*, 7, 117-127; Goodfriend, Marvin (2005), "Inflation Targeting in the United States?", in Bernanke, Ben S. & Michael Woodford (orgs.) (2005), *The Inflation-Targeting Debate*, Chicago, University of Chicago Press, 311-337.

<sup>93</sup> Rabanal, Pau (2004), "Monetary Policy Rules and the U.S. Business Cycle: Evidence and Implications" (paper).

Por razões mais ou menos óbvias – e que, neste particular, não dependem de qualquer profissão de fé libertária –, independência e credibilidade vão, nos Bancos Centrais, de mãos dadas. Com efeito, dir-se-á que a perda de credibilidade é um afloramento da categoria mais ampla das «falhas de intervenção», e como estas encontra a sua explicação básica no «efeito de boleia»<sup>94</sup>, ainda que tenha outras explicações como<sup>95</sup>:

1. a dificuldade do Governo para se manter fiel aos seus compromissos (a já aludida dificuldade da congruência intertemporal dentro de um quadro dinâmico, mesmo apesar das salvaguardas constitucionais<sup>96</sup>);
2. a instabilidade dos compromissos e coligações de que depende a formação da vontade política;
3. a concorrência destrutiva (aquela que se concentra na criação de dificuldades e de barreiras, para efeitos de «captura» ou de «rent-seeking», e por isso dificulta o consenso);
4. a aversão à mudança, especialmente em contextos que se possam afigurar próximos do paradigma do «jogo de soma zero» (ou em que a assimetria informativa vede ao cidadão comum a percepção dos interesses colectivos em jogo).

Sublinhemos de novo o elemento «*forward-looking*», herdeiro directo da inflexão paradigmática das «expectativas racionais»: passou a admitir-se, no consenso hoje dominante, que os efeitos da política monetária dependem crucialmente das expectativas do sector privado, já que a utilização da moeda depende das expectativas desse sector privado quanto à trajectória futura das taxas de juro de curto prazo, tidas estas como o instrumento por excelência da política monetária<sup>97</sup>; significando isso que, mais do que atenderem às práticas correntes, os agentes económicos interagem com aquilo que as práticas correntes lhes fazem prever relativamente à evolução futura dessas práticas estabilizadoras – trazendo pois para primeiro plano a gestão das expectativas, tornando a comunicação (credível) de intenções futuras tão decisiva, ou até talvez mais, do que as decisões correntes da política monetária<sup>98</sup>.

O outro objectivo, o da transparência, é alcançado através da comunicação permanente das intenções ao público – reduzindo a incerteza e a margem de exploração oportunista de assimetrias informativas entre o próprio público. Embora se trate apenas de influenciar a taxa de juro de curto prazo (na estrita medida do necessário e com a proactividade de um puro «*feedback*»), esse objectivo tem que ser acompanhado de transparência para que possa influenciar-se ainda a taxa de juro de longo prazo, sedimentando expectativas e sinalizando intenções futuras<sup>99</sup>.

Há que atender também ao facto de haver várias acepções de «transparência»: a transparência política, relativa ao mandato do próprio Banco Central; a transparência económica, a publicação de todos os dados e previsões em que assentam as decisões; a transparência procedimental, relativa aos processos de análise e de decisão; a transparência política, a revelação e explicação de todos os passos dados e planeados; a transparência operacional, a discussão aberta de todas as imperfeições detectadas na transmissão e aplicação das políticas do Banco Central<sup>100</sup>. E há que admitir realisticamente que a transparência pode ser também constrangedora: o facto de se saberem observados pode levar à modificação da conduta dos decisores, e não necessariamente no sentido da maior eficiência – ou pode levar ainda à tomada prévia de decisões em instâncias menos observadas<sup>101</sup>.

Seja como, ficam aqui traçados, com alguma licença irónica reclamada pela serenidade académica, alguns dos requisitos para que a UEM sobreviva aos tempos do «Tratado de Lisboa»; o que, no nosso entender, implica que ela vença a sua «timidez monetarista» e ganhe a congruência e a convicção que lhe permitam defrontar, agora com outro tipo de serenidade, os tempos de «pandemia financeira».

### 13. O «Salva-Vidas» Salva Vidas?

*"In the long run we are all dead. Economists set themselves too easy, too useless a task if in tempestuous seasons they can only tell us that when the storm is long past the ocean is flat again".*  
Keynes, J.M.<sup>102</sup>.

Regressemos à tensão «*Rules vs. Discretion*», aproveitando a alegoria de Keynes. O que ela sugere é que o «salva-vidas» deve estar constantemente disposto a sair para o mar, a enfrentar as tempestades em tempo útil (o «curto prazo»), a salvar os naufragos. A intenção é boa, mas transmite os incentivos errados, criando naqueles que se fazem ao mar a convicção de que os riscos podem ser minorizados, e até «externalizados», pela presença de um «salva-vidas» incansável, inescotável, ubíquo.

<sup>94</sup> Olson, Mancur (1965), *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge MA, Harvard University Press.

<sup>95</sup> Stiglitz, Joseph E. (1998), "The Private Uses of Public Interests: Incentives and Institutions", *Journal of Economic Perspectives*, 12/2, 3-22, 8ss..

<sup>96</sup> Buchanan, James M. (1975), *The Limits of Liberty*, Chicago, University of Chicago Press; Buchanan, James M. (1991), *Constitutional Economics*, Oxford, Basil Blackwell.

<sup>97</sup> Goodfriend, Marvin S. & Robert G. King (1997), "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", in Bernanke, B.S. & J.J. Rotemberg (orgs.) (1997), 223-283; Clarida, Richard, Jordi Galí & Mark Gertler (1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, 37/4, 1661-1707; Woodford, Michael (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton NJ, Princeton University Press.

<sup>98</sup> Galí, Jordi & Mark Gertler (2007), "Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 25-45, 27ss..

<sup>99</sup> Blinder, Alan S., Charles Goodhart, Philipp Hildebrand, David Lipton & Charles Wyplosz (2001), *How Do Central Banks Talk?*, London, Centre for Economic Policy Research – Geneva Reports on the World Economy; Faust, Jon & Lars E.O. Svensson (2001), "Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals", *International Economic Review*, 42/2, 369-397; Geraats, Petra M. (2006), "Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice", *CESifo Economic Studies*, 52/1, 111-152; Eijffinger, Sylvester C.W. & Petra Geraats (2006), "How Transparent Are Central Banks?", *European Journal of Political Economy*, 22/1, 1-21.

<sup>100</sup> Crowe, Christopher & Ellen E. Meade (2007), "The Evolution of Central Bank Governance around the World", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 69-90, 79ss..

<sup>101</sup> Morris, Stephen & Hyun Song Shin (2002), "Social Value of Public Information", *American Economic Review*, 92/5, 1521-1534; Crowe, Christopher & Ellen E. Meade (2007), "The Evolution of Central Bank Governance around the World", *Journal of Economic Perspectives*, 21/4, 69-90, 85ss..

<sup>102</sup> Keynes, John Maynard (1923), *A Tract on Monetary Reform*, London, Macmillan, 80.

O monetarismo que presidiu à criação da UEM e que pode, de certa forma, assegurar-lhe a sobrevivência, parte do entendimento contrário: os riscos diminuem se houver menos gente exposta a tempestades, e o melhor incentivo para que isso suceda é dissuasor: a advertência de que nenhum «salva-vidas» se fará ao mar, se for uma advertência credível, permitirá prevenir muito mais e remediar muito menos.

O «salva-vidas» que ostensivamente não resgata vidas é muito plausivelmente aquele que mais vidas poupa – esta, no fundo, a mensagem ínsita no objectivo civilizacional da *emancipação*, da confiança em *gente emancipada*, das virtualidades associadas ao jogo de pessoas capazes de por si mesmas prevenirem as tempestades e promoverem a bonança – o jogo do *mercado*.

(10 de Julho de 2010)