

Tentando Decifrar o Fed...

Este é um exercício ingrato, dado que nem o próprio Fed parece saber muito bem para onde ir. A ata da reunião de 5 agosto, quando o FOMC decidiu manter os juros inalterados pela terceira vez consecutiva, deixa isso bastante claro. Apesar de discorrer bastante sobre os riscos para o crescimento, particularmente depois do agravamento dos problemas financeiros pontuado pela situação periclitante da dupla Mac & Mae, a ata nos diz o seguinte: “na visão de alguns membros, os riscos inflacionários diminuíram entre as reuniões de junho e agosto devido à queda das commodities e à maior fragilidade da economia...No entanto, outros acreditam que estes riscos tenham aumentado em função da alta dos números de inflação cheia, do baixo patamar de juros, e de algumas evidências de que as firmas estão conseguindo repassar o aumento dos custos para os consumidores”. Atas contraditórias são um sintoma de estagflação, como também nos mostrou recentemente o Banco da Inglaterra.

Já que está difícil olhar para frente, é útil ao menos tentar entender as motivações do Fed até o momento. Para isso, calibramos uma Regra de Taylor para avaliar como podemos caracterizar o comportamento recente do Fed em relação aos desvios entre a inflação observada (usando o núcleo do PCE) e a proclamada “zona de conforto” de 2%, e entre a NAIRU e taxa de desemprego. Utilizamos, portanto, a seguinte especificação:

$$i_t^{Est} = r_t^* + \pi_t + 0,5(\pi_t - \pi^*) + [0,5\theta(u^* - u_t)]$$

Onde: r^* é a taxa de juros real neutra, que supomos ser 2; u^* é a NAIRU, que supomos ser 5; π^* é a “zona de conforto” de 2; e θ é o parâmetro da lei de Okun, que relaciona os desvios da taxa de desemprego em relação à NAIRU aos desvios do produto em torno do seu nível potencial. Supomos que este parâmetro seja 2,5, de acordo com a literatura (ver Orphanides (2000)). Com esta parametrização, e ajustando a Regra de Taylor para a inércia segundo a equação:

$$i_t^{Taylor} = \rho i_t + (1 - \rho) i_t^{Est}; \rho = 0,8$$

Temos a seguinte relação entre o Fed Funds e a Regra de Taylor:

Figura 1

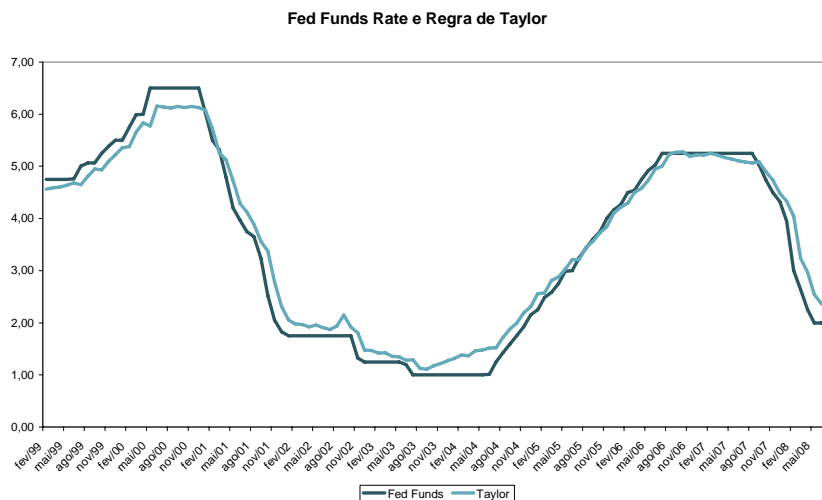
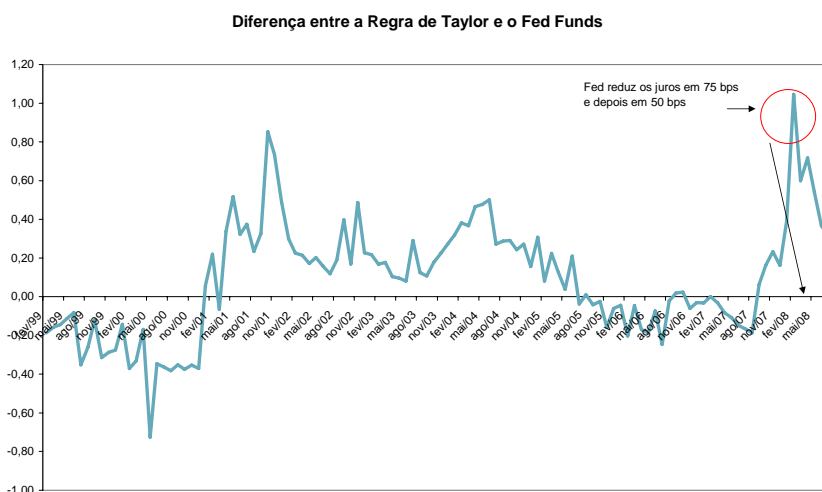


Figura 2



Isto é, com esta parametrização que parece explicar bastante bem os movimentos do Fed Funds desde 1999, a taxa de juros deveria estar hoje cerca de 30 bps mais alta. Para chegar exatamente ao nível atual do Fed Funds de 2%, seria necessário que o Fed estivesse atribuindo um maior peso relativo aos desvios da taxa de desemprego em relação à NAIRU. Se supusermos, por exemplo, que desde agosto de 2007 o Fed passou a atribuir um peso de 0,1 para os desvios da inflação (ao invés de 0,5) e 0,9 para os desvios da taxa de desemprego, a taxa de juros implícita na Regra de Taylor seria apenas cerca de 15 bps maior do que a atual.

Este exercício parece portanto confirmar a suspeita de que, apesar da retórica anti-inflacionária e da sinalização meio contraditória da última ata, o Fed está de fato bem mais preocupado com as repercussões da crise sobre o nível de atividade. Por conseguinte, é razoável concluir que as próximas decisões de política monetária continuarão a ser guiadas pelos temores de uma recessão mais profunda e prolongada do que a que consta nos (mais uma vez revisados) cenários do Fed.