

O BC e o Corneteiro de Pirajá

É incoerente dizer que o BC devia ter reduzido a Selic e concordar agora com sua manutenção em 16%.

Márcio G. P. Garcia¹
21 de junho de 2004

É conhecida a história do corneteiro do Exército Luís Lopes que teve atuação decisiva na Batalha dos Pirajás, em 1822, quando o Brasil lutava contra Portugal para consolidar nossa independência. Estando a batalha praticamente perdida, o comandante das forças brasileiras ordenou ao corneteiro que soasse o toque de retirada. Em vez de assim proceder, o corneteiro emitiu o toque de avançar cavalaria. A perspectiva de que houvesse um (inexistente) regimento de cavalaria brasileiro semeou o caos nas tropas lusas e revigorou o ânimo das tropas brasileiras, que acabaram expulsando o inimigo da Bahia.

Esse episódio serve bem para ilustrar uma vertente de modelos macroeconômicos muito em voga, que acomodam a possibilidade da existência de equilíbrios múltiplos. Nesses modelos, a economia pode se situar em (pelo menos) dois equilíbrios. Um deles tipicamente tem as características desejadas—alto investimento, alto crescimento e baixa inflação—, enquanto o outro não. O que decide em qual dos dois equilíbrios a economia se situa é um mecanismo que direciona as expectativas. No final das contas, se todos esperarem o equilíbrio bom, ele acontecerá. O corneteiro de Pirajá, ao manipular as expectativas das tropas portuguesas e brasileiras, acabou fazendo vingar o equilíbrio bom (para nós).

No debate atual sobre a política monetária, vários analistas parecem atribuir ao BC os poderes do corneteiro de Pirajá. Em janeiro, quando o BC interrompeu a seqüência de quedas da taxa Selic, vários analistas sérios ponderaram que se estava perdendo uma boa oportunidade de se reduzir mais a taxa Selic e se elevar o nível de atividade sem afetar significativamente a inflação. Variações do mesmo argumento foram defendidas após as decisões seguintes do COPOM. Entretanto, no caso da mais recente decisão na quarta-feira passada, em marcado contraste com as reuniões anteriores deste ano, a esmagadora maioria dos analistas não só achava que o BC iria manter a taxa Selic em 16%, como apontava que esta era a decisão correta frente à deterioração dos cenários internacional e interno. Houve quem fosse além e afirmasse que o BC havia desperdiçado as oportunidades de reduzir os juros quando o cenário se apresentava mais róseo no início do ano.

Como conciliar o apoio à decisão recente do BC com a opinião de que este desperdiçou oportunidades de reduzir os juros no início de 2004? Uma interpretação possível é a de que tais analistas acham que o BC deveria ter reduzido a Selic com mais intensidade quando o cenário mostrava-se mais favorável, e tê-la elevado na reunião mais recente

¹ Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e pesquisador do CNPq escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

quando vários eventos negativos—o preço recorde do petróleo, o aumento iminente dos juros nos EUA, o aumento do risco país e o repique da inflação doméstica—acabaram exigindo um juro na faixa do que já vinha sendo praticado. Mas esta interpretação não é, provavelmente, a relevante. Bancos Centrais não gostam de, nem devem, fazer ziguezague de curto-prazo com os juros.

Uma explicação alternativa é que tais analistas acreditam que o que importa não é o nível da taxa de juros, mas sua variação. Ou seja, se o BC tivesse reduzido a taxa de juros antes, tê-la mantido agora teria o mesmo efeito, independentemente de o nível estar em 16% ou em outro mais baixo. No entanto, a teoria econômica ensina que é o nível da taxa de juros, e não sua variação, que importa para a determinação da inflação e do nível de atividade.

A terceira interpretação possível é a do BC no papel de corneteiro de Pirajá. O que alguns analistas econômicos parecem estar dizendo é que caso o BC tivesse reduzido a Selic quando o cenário estava róseo, por alguma razão, os eventos negativos que se abateram sobre a economia não ocorreriam, ou pelo menos teriam efeitos mais brandos. Ou seja, ao soar a corneta dos juros baixos, o BC mudaria as expectativas das tropas (o mercado), ensejando uma sucessão benéfica de eventos que tornaria mais alto o nível de atividade sem afetar significativamente a inflação.

Eu não acredito que o BC tenha um papel relevante em estimular os agentes privados quando sua ação baseia-se unicamente em propagandear um cenário que não se assente firmemente nos fundamentos econômicos. Muito pelo contrário. A diferença básica entre o BC e o corneteiro de Pirajá é que o sagaz estrategema só pode funcionar uma única vez, enquanto o BC re-enfrenta o mercado todos os dias. Um cenário róseo que justificasse uma redução de juros e que fosse posteriormente desmentido pela realidade levaria fatalmente o BC a voltar atrás na decisão de reduzir os juros, elevando-os. Ainda haveria o agravante da potencial perda de credibilidade do BC por ter tomado a decisão errada que teria de ser logo revertida.

Em suma, aqueles que consideram que o atual nível da taxa Selic é o necessário para o BC cumprir seu mandato determinado pelo regime de metas de inflação não podem argüir que o BC desperdiçou oportunidades no início do ano. Isto não quer dizer que o BC tenha tido bola de cristal, mas que sua postura conservadora acabou por se mostrar, *a posteriori*, razoavelmente correta frente aos eventos ocorridos.

O sistema de metas de inflação pode, e deve, ser aprimorado.² Não obstante, eventuais aprimoramentos do sistema de metas de inflação não modificarão significativamente a triste constatação de que inflação baixa no Brasil requer taxas reais de juros anormalmente elevadas. Como já sabemos que tentar trocar inflação por crescimento não dá certo, seria bom redirecionar o foco das discussões sobre política econômica no Brasil para mudar tal realidade. Em vez de se criticar sempre o conservadorismo excessivo do BC, melhor seria que se indagasse por que o BC tem que praticar as taxas de juros reais mais altas do mundo para atingir metas de inflação, as quais estão também entre as mais elevadas. Infelizmente, os economistas brasileiros ainda não têm uma

² Dentre as diversas modificações sugeridas, tenho especial simpatia pela mudança do período de apuração da meta de inflação, passando do ano calendário para os 12 meses subsequentes à cada decisão do COPOM, na linha do que é feito pelo Banco da Inglaterra para um período de dois anos.

resposta completa para esta pergunta. Mas é certo que a resposta inclui dois pontos centrais que ora estão colocados na pauta de política econômica do governo: a agenda microeconômica e o indispensável corte de gastos públicos.