

Limites do possível

Márcio G. P. Garcia¹
13 de março, 2009

Concedei-nos, Senhor, serenidade necessária, para aceitar as coisas que não podemos modificar, coragem para modificar aquelas que podemos e sabedoria para distinguirmos umas das outras.

[Reihold Niebuhr](#)

O Banco Central reduziu a taxa Selic em 1,5 ponto percentual, para 11,25% ao ano, a mais baixa até agora registrada. Apesar disso, houve, mais uma vez, as manifestações de praxe culpando o BC por todos os males da economia, agora agravados com a crise. Mas a decisão também surpreendeu positivamente muitos dos que atribuem ao COPOM uma atávica vontade de manter juros anormalmente elevados. A decisão unânime do COPOM mostrou que o mesmo soube reagir adequadamente com base nas informações novas sobre a queda do nível de atividade e o repasse limitado da depreciação cambial à inflação.

Fossem as informações hoje disponíveis já conhecidas na ocasião das últimas reuniões, é possível que o Copom tivesse deixado a taxa Selic cair mais rápido. Análise da conjuntura econômica competente é insumo fundamental para a política monetária, e o Copom debruça-se sobre todos os dados conhecidos pelo público, bem como sobre aqueles aos quais apenas a autoridade monetária tem acesso. Mas não é possível prever sempre com precisão e, frente aos riscos mutuamente exclusivos de ficar um pouco “atrás da curva” ou deixar as expectativas inflacionárias saírem de controle, o BC deve atribuir sempre maior peso ao segundo risco. O mandato legal do BC é cumprir as metas para a inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

De qualquer forma, uma eventual aceleração na queda dos juros não teria impedido a economia brasileira de ser afetada pela crise mundial. É um erro atribuir à política monetária a desaceleração da economia brasileira a partir do 4º trimestre de 2008. É preciso entender o que a política monetária pode fazer para mitigar os efeitos recessivos da crise e não ter ilusões quanto ao seu potencial.

Alguns analistas acham que se o BC tivesse cortado os juros já no 4º trimestre, poderia ter contido a queda do investimento, revertendo as expectativas recessivas. Talvez até pudesse ter ajudado, mas o efeito seria mínimo. Afinal, frente ao agravamento da crise mundial e à brusca queda dos preços das *commodities*, com grande retração das nossas exportações, seria difícil que juros menores reavivassem os “ânimos vitais” (*animal spirits*) dos empresários. Seja como for, a Selic tem pouca relevância para o investimento no Brasil, e a TJLP já está, há muito tempo, bastante baixa (6,25% ao ano). Quanto ao consumo das famílias, a retração dos bancos—reduzindo prazos, cancelando rolagens e aumentando *spreads*—teria feito grande estrago de todo jeito. Juros mais baixos teriam ajudado marginalmente, mas não revertido o efeito da crise mundial.

¹ Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

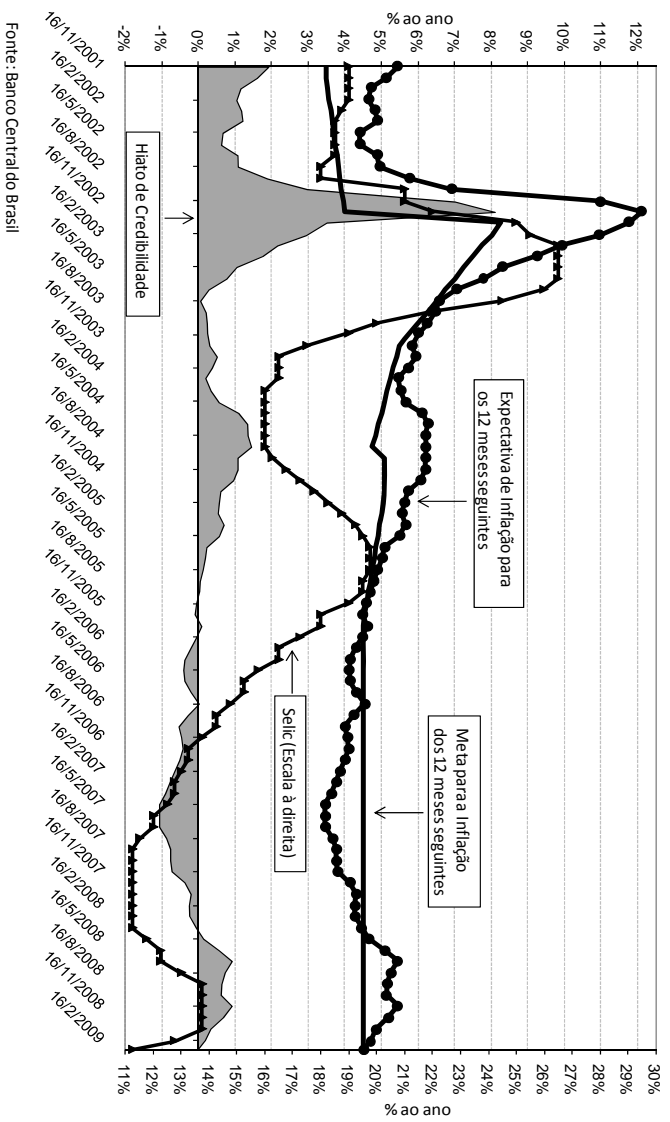
Houve manifestações após a decisão do Copom defendendo que o BC deveria, agora, focar exclusivamente em evitar a recessão, deixando de lado a inflação, que não constituiria mais risco. O BC jamais poderia fazer isso. Tem, por dever de ofício, que analisar ambos os riscos, dando prioridade à inflação. Piores foram declarações de próceres do PSDB incitando o presidente da república a intervir na condução da política monetária. É estranho e deplorável que o partido que, no poder, derrotou a hiperinflação e construiu o sistema de metas para inflação, agora pareça empenhado em desmontá-lo.

A Alemanha, que viveu uma hiperinflação nos longínquos anos 20, é conhecida por sua ojeriza à inflação e conseqüente conservadorismo, até hoje, quanto à política monetária. Já, no Brasil, que só tardiamente venceu a hiperinflação com o Plano Real, é comum se ouvir, ou ler, que a ameaça inflacionária é um bicho papão inventado pelo BC para justificar seu fascínio por juros altos. Muitos economistas defenderam no passado a idéia que uma pequena inflação era boa, pois ajudava a financiar o crescimento da economia. Outros tiveram participação ativa em colocar o país no caminho da hiperinflação, ao adotarem combate inflacionário via pretenso aumento da oferta em vez de redução de demanda. Essas mesmas pessoas, hoje, ridicularizam a política monetária que conseguiu, a duras penas, corrigir o desastroso resultado hiperinflacionário de seus erros.

O gráfico mostra que o sistema de metas para a inflação vem funcionando bem, recorrendo a uma medida da credibilidade da política monetária. No gráfico, mostra-se a meta para a inflação nos 12 meses seguintes, obtida via interpolação das metas anuais fixadas pelo CMN (linha cheia). É mostrada, também, a média das expectativas do mercado financeiro, coletadas pelo BC, para a inflação nos 12 meses seguintes (linha com bolinhas). A diferença entre a expectativa e a meta é uma medida de credibilidade do controle inflacionário. A série “hiato de credibilidade” (em formato de área) mede exatamente isso. O gráfico contém, também, a série da taxa Selic (linha com pequenos triângulos, na escala à direita). Vê-se que a expectativa inflacionária subiu muito além da meta ao final de 2002, forçando a modificação da mesma, além da alta dos juros. Após esse episódio, as expectativas têm oscilado em torno da meta, consolidando a credibilidade da política monetária. A taxa Selic tem sido elevada e reduzida em torno de uma tendência de queda em médio prazo, de forma a fazer as expectativas de inflação, e a própria inflação, convergirem para a meta.

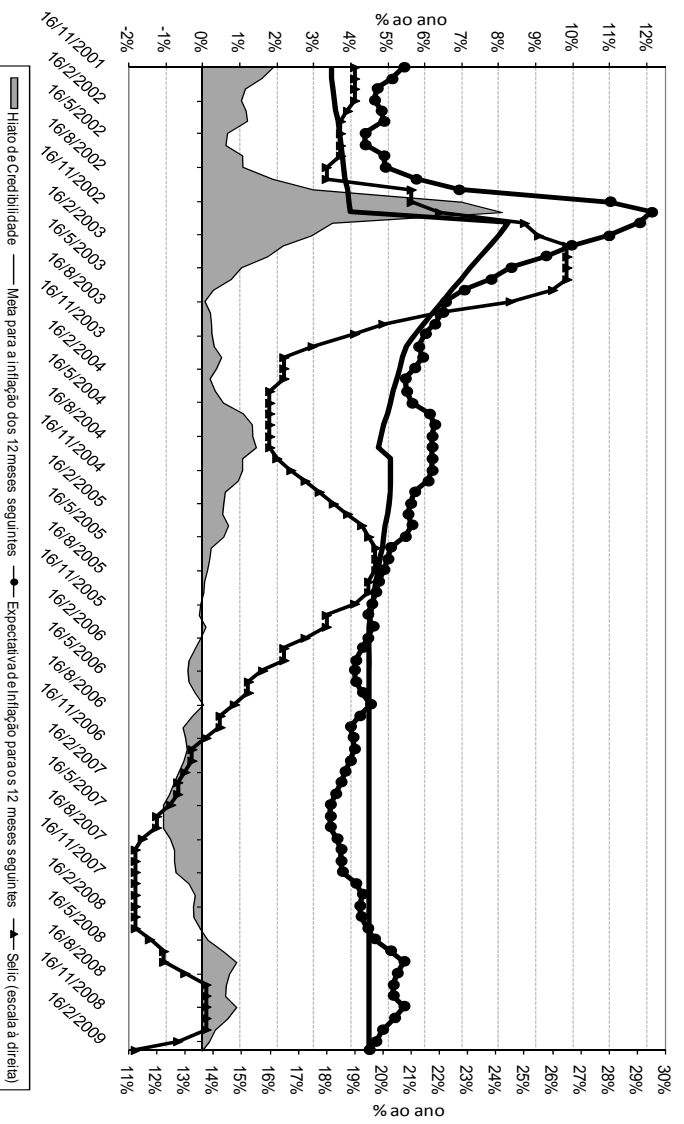
Em suma, a taxa Selic deve continuar a cair para ajudar a mitigar a recessão, mas não a evitará; o poder de arrasto da parada brusca de fluxos de capitais e da queda da demanda externa é muito grande. Em qualquer caso, a baixa dos juros não deveria colocar em risco o sucesso na obtenção da meta para inflação. A política monetária brasileira vem cumprindo satisfatoriamente seu papel e não precisa nem deve ser alterada.

Credibilidade, Juros e Expectativas de Inflação



Fonte: Banco Central do Brasil

Credibilidade, Juros e Expectativas de Inflação



Fonte: Banco Central do Brasil