

Credibilidade e Política Monetária¹

Márcio G. P. Garcia²

Departamento de Economia – PUC-Rio

27/04/2001

Quando Alan Greenspan, pouco depois de assumir a chefia do FED em 1987, resolveu elevar a taxa de juros, seu antecessor, Paul Volcker, ligou para cumprimentá-lo, pois, o batismo de um banqueiro central se daria com a primeira elevação dos juros. Greenspan, que à época não era considerado o semideus das finanças mundiais, teria ficado extremamente apreensivo e nervoso quando viu os mercados despencarem por conta de sua decisão.

Em 21 de março, o Copom decidiu reverter a queda gradual de juros que vinha ocorrendo já há dois anos, elevando a taxa Selic em 0,5%. Em 18 de abril, repetiu tal decisão. Como esperado, a primeira elevação de juros do Copom sob o comando de Armínio Fraga após a crise da desvalorização em março de 1999 causou um pandemônio no mercado, com críticas bastantes ferozes.

É um requisito do regime de metas da inflação usar o instrumental à disposição do BC—a taxa de juros, mas também os depósitos compulsórios, intervenções nos mercados de câmbio e de dívida cambial, e outros—para fazer cumprir a meta de inflação estabelecida **fora** do BC. A contínua trajetória de depreciação cambial desde meados do ano passado exigia tal atitude.

Algumas críticas iniciais, talvez ensejadas por declarações pouco felizes de autoridades da República, enfatizaram que o aumento dos juros seria equivocado por que a alta do câmbio era um fenômeno efêmero. Dado que o BC não dispõe de bola de cristal para distinguir *a priori* os choques temporários dos permanentes, foi cautelosa a atitude de março. Hoje, basta olhar o gráfico para ver que a combinação venenosa de crise externa (recessão nos EUA e crise na Argentina) com a crise política doméstica cobriu de razão a decisão do Copom.

Alguns analistas apontaram para a gravidade da situação externa como uma justificativa para defenderem a inação do BC. Segundo tal argumento, o aumento dos juros domésticos seria completamente ineficaz para contrabalançar a crise externa, caso ela venha a se agravar. Já se a crise externa vier a se dissipar, os juros mais altos terão abortado o processo de crescimento econômico incipiente que ensaiava a economia brasileira.

Este argumento ignora um dos pilares da moderna teoria macroeconômica: a importância das expectativas e da reputação. O sucesso da política econômica depende crucialmente das expectativas dos agentes quanto às reais intenções do governo. Caso o BC optasse pela inação ao ver suas projeções de inflação distanciarem-se da meta, o mercado poderia inferir que a perseguição da meta de inflação havia perdido prioridade na hierarquia dos objetivos de política monetária. Isto certamente faria crescer em muito o aumento dos juros requerido no futuro para reduzir a inflação caso a alta do câmbio se mostrasse de fato duradoura. Por outro lado, caso a alta do câmbio fosse passageira, o que não parece ser o caso, o BC poderia reduzir os juros com danos controlados ao crescimento (e com mais credibilidade). Ou seja, não se trata do BC só enxergar a inflação e não ligar para o crescimento e para o desemprego. Trata-se, sim, de uma cuidadosa análise de custos e benefícios sob grande incerteza.

Certamente, aprenderam-se algumas lições quanto ao manejo do câmbio flutuante. A comunicação de compra de US\$ 3 bilhões pelo Tesouro no início do ano deu a impressão ao mercado que o jogo havia se tornado uma aposta de um lado só. Coincidência ou não, o câmbio não parou de subir desde então. Por outro lado, o BC, com a intenção de garantir a livre flutuação cambial e a assunção efetiva de riscos por partes dos agentes desse mercado, demorou a ofertar *hedge* (seguro) cambial na quantidade requerida pelo mercado sob a forma de títulos cambiais curtos. Intervenções cambiais são sempre, e em todo o mundo, muito difíceis. Ao decidir fazê-las, deve-se atuar com força, clareza e determinação.

¹ Artigo para o jornal Valor Econômico, edição de 27/4/2001.

² Márcio Garcia, PhD por Stanford, é diretor do departamento de Economia da PUC-Rio (<http://wwwusers.rdc.puc-rio.br/mgarcia/>).

Câmbio e Juros

