

## A herança maldita do novo Banco Central

*Anos de descontrole inflacionário dificultam a missão da nova administração do Banco Central.*

Setembro de 2016

**André Sanchez Pacheco<sup>1</sup>**

O regime de metas de inflação, como o próprio nome sugere, pressupõe o anúncio de uma meta numérica para a inflação futura que será perseguida pelo Banco Central. Se o Banco Central possui ampla credibilidade, por si só o anúncio da meta já facilita seu atingimento. No entanto, caso o Banco Central descumpra seu objetivo por diversos períodos, trazer a inflação para a meta se torna uma tarefa muito mais difícil. Por conta do recente descontrole da inflação, a nova administração do Banco Central do Brasil terá uma complicada tarefa ao herdar um prolongado período de inflação elevada.

Para entendermos a consequência de tal herança, partimos do fato de que os agentes econômicos não reajustam preços a todo o momento: O dono do restaurante não imprime cardápios novos todos os dias, bem como o trabalhador não negocia seu salário a cada dia com seu empregador. Em termos econômicos, isso significa dizer que os preços são nominalmente rígidos. Por conta dessa rigidez, quando esses agentes decidem reajustar os preços,

eles incorporam uma expectativa acerca de como a inflação se comportará no futuro, pois não reajustarão os preços novamente por alguns meses. Na prática, isso significa que, quando o trabalhador for renegociar seu salário, ele desejará obter um aumento que fará frente ao aumento esperado dos preços dos bens que consome. Dessa forma, o poder de compra esperado desse trabalhador permanecerá protegido da inflação.

Nesse contexto de rigidez nominal, se todos os agentes da economia esperam uma inflação baixa no futuro, a inflação hoje já será baixa ou pelo menos caminhará nessa direção: como todos esperam uma inflação baixa no futuro, hoje os preços já sofrerão reajustes menores – o que caracteriza uma inflação menor. Analogamente, se os agentes esperam uma inflação maior no futuro, a inflação hoje já será maior.

Por conta do importante papel das expectativas na determinação da inflação, a credibilidade do Banco Central é um elemento chave para o bom funcionamento do regime de metas de inflação. Para

entendermos sua importância, vamos considerar dois países: A e B.

No país A, a inflação oscilou muito próximo da meta perseguida pelo Banco Central. Por conta disso, todos os agentes tem plena confiança de que o Banco Central atingirá seu objetivo também no futuro. Suponha que nesse país houve uma seca que elevou os preços de alimentos e fez com que a inflação temporariamente se descolasse da meta. Como os agentes acreditam no BC, eles esperam que a autoridade monetária reaja a esse aumento de inflação elevando a taxa de juros.

Assim, na hora de reajustar preços, os agentes continuarão esperando que a inflação futura seja próxima da meta. Isso faz com que a inflação hoje já comece a ceder, facilitando a vida do Banco Central ao exigir aumentos menores da taxa de juros para reduzir a inflação. O bom desempenho do Banco Central no passado contribui para seu bom desempenho futuro.

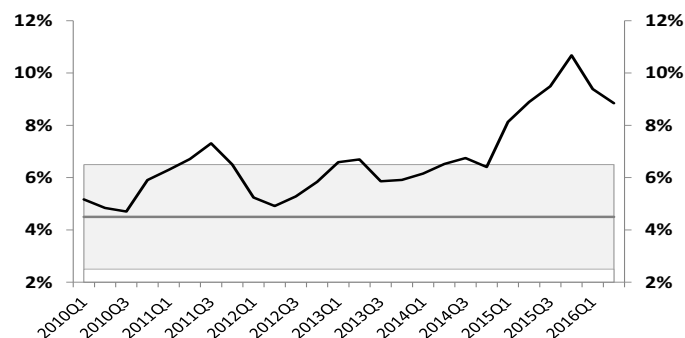
Já no país B, a inflação não roda perto da meta há quatro anos apesar do Banco Central sempre dizer que está se esforçando para atingir a meta. O mesmo choque de preço de alimentos sofrido pelo país A também atinge a inflação do país B. Nesse caso, os agentes não esperam que o Banco Central traga a inflação para a meta pois, afinal, há muito tempo que o BC não cumpre o que promete. A inflação, que já era alta, se torna ainda mais alta com esse choque. Caso o Banco Central realmente

resolva trazer a inflação para a meta, terá que elevar a taxa de juros muito mais que o BC do país A – gerando mais desemprego para a população. O passado inflacionário do Banco Central condena sua própria missão.

No Brasil, o regime de metas de inflação foi implantado em junho de 1999 através do Decreto nº 3888. Segundo esse, o Conselho Monetário Nacional estabelece uma meta para o Banco Central atingir, bem como uma banda para acomodar choques que temporariamente fazem com que a inflação seja maior ou menor. A meta imposta pelo CMN é de 4.5% desde 2005.

Entretanto, caso perguntássemos para alguém na rua o quanto ela ou ele acredita que a inflação será no ano que vem, dificilmente a resposta será 4.5%. Muito provavelmente o indivíduo dirá algo em torno de 6-7%. Afinal, conforme a figura 1 mostra, a última vez que a inflação acumulada em doze meses chegou próxima a esse patamar foi em 2012.

**FIGURA 1 – INFLAÇÃO ACUMULADA EM 12 MESES NO BRASIL**



Fonte: GV Invest, IBGE.

Esse recente descontrole da inflação cria uma herança maldita para a nova administração do Banco Central: o Banco Central precisa convencer os agentes de que inflação realmente será de 4.5% no futuro. No entanto, os agentes estão céticos, pois lhes vem sendo dito isso há muitos anos sem que a inflação de fato tenha convergido para a meta.

Nesse contexto, para trazer a inflação para baixo, o Banco Central precisa manter a política monetária apertada por mais tempo do que caso tivesse ampla credibilidade. Isso significa que, por conta da herança maldita, o Banco Central não pode tentar aliviar a atual depressão econômica reduzindo a taxa de juros para patamares baixos caso realmente queira atingir a meta.

No nosso caso, o fardo da herança é agravado pelo elevado grau de indexação da economia brasileira, consequência do nosso passado hiperinflacionário. A indexação faz com que parte dos preços não seja reajustada com base nas condições econômicas

atuais nem nas expectativas acerca da inflação futura, mas sim com base na inflação passada. Se, como agora, a inflação passada foi extremamente elevada, essa parcela de preços terão aumentos significativos, pressionando a inflação de hoje para cima.

A herança maldita coloca o Banco Central em uma posição desafiadora: na maior depressão da história do nosso país, a nova administração Banco Central enfrenta uma inflação extremamente alta, fortemente indexada e com sua própria credibilidade erodida. Dependendo de suas ações, o Banco Central poderá recuperar a credibilidade perdida como fez Paul Volcker nos Estados Unidos durante a década de 1980 ou continuará perpetuando a tradição de conivência com inflação.

**<sup>1</sup> André Sanchez Pacheco é Pesquisador Visitante do Centro de Estudos em Processos de Investimento – FGV/EESP.**