

Ancoragem das expectativas

Afonso Celso Pastore

EX-PRESIDENTE DO BANCO CENTRAL

O Estado de S. Paulo

O sucesso do regime de metas de inflação reside em operar a política monetária mantendo as expectativas flutuando (com desvios muito pequenos) em torno da meta, isto é, “ancoradas à meta”. As expectativas funcionam como um “atrator” das taxas de inflação, cuja força depende da consistência entre o objetivo, que é a meta, e os movimentos impostos pelo Banco Central ao instrumento, que é a taxa de juros. Quando as expectativas estão ancoradas, cai a resistência imposta pela inércia à queda da inflação, e cresce a eficácia da política monetária. Quando as expectativas se desancoram, aumenta o “arrasto” imposto à inflação pela inércia, que, para ser rompido, exige taxas de juros mais altas à custa de uma desaceleração do crescimento e do aumento da taxa de desemprego.

Um exemplo vivo é o que ocorreu no Brasil a partir de 2011. Contrariando a retórica do Banco Central, à época, de que seu único compromisso seria atingir a meta de inflação de 4,5%, a taxa Selic caiu 500 pontos-base, de 12,5%, ao final de 2011, até 7,5%, no início de 2013. Como não havia consistência entre o objetivo e o instrumento, as taxas de inflação esperadas 12 meses à frente subiram de 5,5% até quase 6,5%, com a taxa de 12 meses do IPCA se aproximando de 6,5%. O mercado

passou a reagir como se o Banco Central tivesse uma meta de inflação de 6,5%, praticamente eliminando o “efeito atrator” da meta oficial de 5,5%, e elevando a inércia inflacionária.

Para reancorar as expectativas, era necessário elevar a Selic, mas a reação lenta do Banco Central o manteve “atrás da curva” até o final de 2014. Depois de uma pausa de alguns meses, teve de iniciar um novo ciclo de elevação que, na metade de 2015, colocou a Selic em 14,5%. Por mais de um ano, a Selic e a taxa de juros em termos reais foram mantidas entre 7% e 8% ao ano. Não há nenhuma dúvida de que a recessão iniciada em 2014 foi mais profunda e mais longa devido às elevadas taxas reais de juros necessárias para corrigir o erro cometido em 2011.

Desde que abandonou o “forward guidance” de que manteria a Selic em 2% por um extenso período, o Banco Central vem caminhando “atrás da curva” e, mesmo depois de três elevações de 75 pontos-base, em termos reais a taxa Selic ainda é nula. Tendo abandonado aquele compromisso, o temor de que o aumento da taxa de juros poderia desacelerar a recuperação da economia o fez optar por um “ajuste parcial” em 2021. Mudou, novamente, ao reconhecer que o risco inflacionário era maior, e anunciou que executaria “ajuste total”, elevando a Selic em termos reais a 3% ao ano (a sua estimativa da taxa neutra), ou 6,5% em termos nominais. Talvez o meu viés “Hawk” em termos de política monetária influa no julgamento, mas, se o Banco Central fizer o que indicou, manter-se-á “atrás da curva”.

Dentre as medidas do núcleo da inflação, aquela na qual mais confio é a mais antiga de todas, que nos foi sugerida por Stephen Cecchetti, atualmente na Brandeis University, que a convite de Arminio Fraga nos auxiliou nos primeiros passos do regime de metas de inflação. Como a distribuição de taxas de variação dos preços que entram no cálculo do IPCA tem um achatamento grande, é alta a frequência de taxas positivas e negativas muito distantes da média, o que torna a estimativa da média instável quando, no cálculo, são incluídas todas as informações. O “truque” proposto por Cecchetti consiste em cortar as caudas (à esquerda e à direita) da distribuição, não sem antes distribuir ao longo do ano os reajustes dos preços administrados.

Para avaliar os movimentos da inflação, desde que o regime de metas foi criado observo todo mês (e no IPCA15) o que ocorreu com esta medida do núcleo e com o indicador de difusão, que é a porcentagem do total de itens no índice cujos preços aumentaram. Ambos mostram claramente (e melhor do que qualquer outra medida do núcleo da inflação) que não estamos diante de um aumento restrito a alguns bens, apenas, mas diante de um fenômeno que vem ganhando força, e que exige uma ação firme por parte do Banco Central.

Não quero estabelecer nenhuma comparação entre a desancoragem das expectativas ocorrida a partir de 2011 com a que está ocorrendo agora. O episódio de 2011 é explicado por uma lamentável submissão do Banco Central aos objetivos políticos do governo. Mas, para

evitar consequências semelhantes, o Banco Central precisa de um ajuste maior da taxa de juros.

Núcleo de Inteligência - Sedet

Edição 192 - Em 10 de agosto de 2021

Os textos do conteúdo exposto neste informativo não são de autoria do Governo do Estado do Ceará.