

As pedras no caminho do Banco Central

As próximas decisões poderão reforçar ou abalar de forma irremediável a credibilidade da autoridade monetária

Por Gustavo Loyola

27/07/2026 05h02 · Atualizado há 5 horas

Com as expectativas inflacionárias para 2026 e 2027 mantendo-se persistentemente acima da meta, o Banco Central (Bacen) enfrenta sérias dificuldades na execução da política monetária, situação que ameaça, em larga medida, a credibilidade da autoridade monetária. No exterior, o ambiente macroeconômico permanece incerto devido às tensões geopolíticas e às dúvidas sobre o futuro da política monetária nos EUA. No âmbito doméstico, a resiliência da demanda e do mercado de trabalho frente à política monetária francamente restritiva do Bacen indica que as políticas fiscal e creditícia frouxas praticadas pelo Ministério da Fazenda continuam reduzindo a eficácia da ação restritiva perseguida há muito pelo Bacen.

A saída para o imbróglio não está ao alcance do Bacen. Fatores externos, obviamente, não podem ser controlados pela autoridade monetária brasileira que, no máximo, deve buscar mitigar o “pass-through” da volatilidade externa para os preços domésticos. O cerne da discussão nesse particular é principalmente sobre a duração esperada do choque nos preços da energia provocado pelos conflitos na região do Golfo. Infelizmente, não há indicações no momento que permitam ao Bacen apostar todas as fichas em um choque de oferta de curta duração.

Quanto às políticas fiscal e creditícia expansionistas do governo federal, operando em oposição direta à restrição monetária, o Bacen não tem sobre elas nem voz nem voto, ficando totalmente sujeito às indisfarçáveis ambições eleitorais do presidente da República, acomodadas de bom grado pelo Ministério da Fazenda, órgão que, supostamente, deveria atuar como guardião dos cofres públicos. É sintomático que os alertas a respeito, inscritos praticamente em todas as últimas atas do Copom, não tenham obtido qualquer eco nas autoridades políticas.

Nesse contexto complicado, a comunicação do Bacen sobre a política monetária tem sido alvo de críticas generalizadas por analistas. Por exemplo, em relação à última reunião do Copom, a comunicação dura do comitê sobre os riscos inflacionários não se coadunou com a decisão de seguir com o processo de redução da taxa Selic. Esse contraste, para muitos, poderia indicar que o Copom se tornara mais leniente com a inflação, repetindo o que ocorreu durante o governo Dilma. Pesa contra o Bacen também o que seria a falta de clareza em relação ao horizonte desejado de convergência da inflação à meta, não tendo sido bem recebida pelos analistas a extensão do horizonte relevante para 2028. Vale ressaltar, porém, que a prática de uma política monetária leniente ao “estilo Dilma” não é a hipótese com qual trabalhamos na Tendências Consultoria; de todo modo, tem havido algum estrago na credibilidade do Bacen, fato que por si só pode dificultar a convergência das expectativas inflacionárias.

Dificuldades na execução da política monetária ameaçam, em larga medida, a credibilidade da autoridade monetária

O tema da sabotagem da política monetária pelo próprio governo já frequentou esse espaço, mas voltar a ele é sempre indispensável, até porque, na hipótese de um quarto mandato presidencial de Lula, há grande chance de a irresponsabilidade fiscal continuar sendo a tônica dominante no governo, para desespero do Bacen. A propósito, muito embora tenha sido desautorizado por integrantes de equipe econômica, as declarações arqueológicas do ex-presidente da Petrobras defendendo o fortalecimento dos bancos públicos e o controle cambial não deixa de ser ilustrativo da mentalidade prevalescente no entorno petista de Lula.

Com relação as perspectivas imediatas para a política monetária, o Copom evitou se comprometer com qualquer trajetória, preferindo dizer que seus próximos passos dependerão dos dados que possam surgir até sua próxima reunião, não obstante o tom mais pessimista da ata e do comunicado em relação à inflação. De fato, o Copom listou novos fatores de risco do lado altista, como os efeitos climáticos relacionados ao El Niño, além de apontar o dedo para a frouxidão da política fiscal, salientando que estímulos à demanda agregada, em particular ao componente de consumo, vêm enfraquecendo parte dos canais usuais de transmissão da política monetária.

Por tudo isso, parece esgotado por ora o ciclo de queda da taxa Selic, na melhor das hipóteses admitindo-se apenas mais um ajuste 0,25 pp na próxima reunião do Copom, com o Comitê tendo que indicar explicitamente a interrupção do processo de derrubada dos juros. De todo modo, o Bacen está diante de um dos mais sérios testes desde que lhe foi atribuída formalmente a autonomia em 2021. Terá que encerrar o ciclo de derrubada de juros - que ainda são restritivos - no meio de uma campanha eleitoral em que o governo não tem medido esforços para assegurar a reeleição de Lula, inclusive lançando mão de políticas públicas de péssima qualidade. Caso não o faça, a credibilidade da autoridade monetária sob a atual gestão ficará irremediavelmente abalada, o que tornará muito mais penosa qualquer futura tentativa pós-eleitoral de ancoragem das expectativas.

Gustavo Loyola, doutor em economia pela EPGE/FGV, foi presidente do Banco Central e é sócio-diretor da Tendências Consultoria Integrada, em São Paulo. Escreve mensalmente às segundas-feiras.