

14/03/2018 - 05:00

Qual é o paradeiro da Selic?

Por **Ricardo Barboza**

A taxa de juros está no menor patamar da história. A flexibilização monetária já soma 750 pontos-base de redução da Selic. A utilização da capacidade instalada é baixa e o desemprego enorme. Os níveis de incerteza interno e externo estão acima da média. As políticas fiscal e parafiscal são contracionistas. O Banco Central possui elevada credibilidade e a inércia inflacionária teve a sua espinha dorsal afetada.



Não está fácil prever o comportamento da inflação no Brasil. Como consequência, pairam dúvidas sobre os rumos da política monetária. A Selic estaciona em 6,75% ou desce para 6,5%? Há espaço para 6,25%? Quais são os dilemas da autoridade monetária?

Na última reunião do Copom, o BC deixou claro que se a inflação evoluísse conforme o esperado, a melhor estratégia seria interromper o ciclo de afrouxamento e manter a Selic em 6,75%.

Mas a inflação surpreendeu para baixo e o movimento não foi concentrado só em grupos mais voláteis, como alimentação, mas também em componentes mais sensíveis ao ciclo econômico. O núcleo de serviços do IPCA de janeiro e fevereiro tiveram quedas adicionais na média móvel de 3 meses dessazonalizada.

Para lidar com a surpresa, a comunicação do Banco Central já havia apontado o caminho: uma flexibilização monetária moderada adicional ou, em bom português, taxa Selic em 6,5% na reunião de março. Não à toa esse é o cenário base da grande maioria dos analistas de mercado hoje.

E depois? A autoridade monetária encerra o ciclo ou parte para 6,25%? Para responder, é preciso focar nos protagonistas desta discussão: as expectativas de inflação e o hiato do produto, nesta ordem.

As expectativas de inflação Focus para 2018 estão em 3,7%, bem abaixo da meta de 4,5%. As expectativas das instituições Top 5, que são as que mais acertam previsões, estão ainda mais baixas, beirando 3,5%. Detalhe: ambas têm se avizinado cada vez mais do piso do intervalo de tolerância, já furado em 2017, que é de 3%. Considerados tão somente esses dados, poderíamos pensar que 6,25% não é absurdo.

O problema é que, embora as expectativas Focus para 2018 estejam bem abaixo da meta, o mesmo não acontece para 2019, onde permanecem próximas a 4,25%. Como a política monetária de hoje afeta a inflação em ambos os horizontes, a decisão do Banco Central está longe de ser trivial. Sob metas de inflação anuais, arcabouço incomum

entre países praticantes do regime de metas, o nosso Banco Central se vê em um dilema de um único instrumento (taxa Selic) e múltiplos objetivos (metas para cada ano calendário).

Reduzir a taxa de juros aquém da trajetória atualmente prevista tem, portanto, benefícios e custos. De um lado, empurra - levemente, é verdade - a inflação de 2018 em direção à meta de 2018. De outro, corre o risco de desancorar (mais fortemente) as expectativas de 2019, próximas a 4,25% há algum tempo. Mas será que devemos levar essas expectativas Focus para 2019 tão a sério?

Se o cenário ruim não se materializar, o BC corre o risco de entregar a inflação abaixo da meta por 2 anos consecutivos

Acredito que não. Primeiro, porque há forte inércia nas expectativas Focus. Tal como a inflação projetada para 2018 só começou a desgrudar da meta em abril de 2017, a inflação prevista para 2019 somente agora passa a ocupar o tempo dos analistas de mercado, que seguiam até então com projeções ancoradas à meta. Segundo, porque as instituições Top 5 já projetam IPCA mais baixo para 2019, ao redor de 4%.

Nesse contexto, a trajetória de Selic requerida para colocar a inflação nas metas pode ser mais baixa do que pensa hoje o consenso de mercado. Ou seja, 6,25% pode se tornar realidade.

Mas vamos falar de hiato do produto, uma variável tão crucial quanto desagradável nessa discussão. Crucial porque o hiato revela o tamanho da folga de recursos na economia. Desagradável porque desconhecemos a sua verdadeira magnitude, tornando o debate pouco tangível aos olhos do grande público.

Qual o tamanho do hiato na economia brasileira? Medidas mais usuais, fruto de filtros estatísticos, revelam pouca ociosidade e a possibilidade de um fechamento já em 2019, quando a taxa de juros já deveria convergir para a taxa de juros neutra. Por essa ótica, seria arriscado o Banco Central buscar 6,25%.

No entanto, pesquisas recentes feitas por Bráulio Borges, pesquisador do IBRE/FGV, e por Rodrigo Orair e Rafael Bacciotti, economistas da Instituição Fiscal Independente, sugerem que o hiato do produto poderia ser bem maior do que as medidas mais simples sugerem. A folga estaria entre 7% e 8%. Como hiatos negativos geram pressões desinflacionárias, poderia haver espaço para Selic de 6,25% ou ainda menor.

Um exercício interessante consiste em estimar Curvas de Philips com estas medidas de hiato do Bráulio Borges e de Orair e Bacciotti. As projeções de inflação deste exercício são similares às expectativas Focus para 2018, mas inferiores para 2019. Isso quer dizer que se estas medidas estiverem corretas, há alguma gordura para queimar em 2019, caso o Banco Central opte por mais flexibilizações monetárias adiante.

Obviamente, existem complicadores nesta história toda. Primeiro, pois o Banco Central utiliza suas próprias projeções de inflação e de hiato, que não necessariamente coincidem com as anteriormente citadas. Isso é verdade, mas como o BC divulga poucos detalhes sobre como faz suas projeções de inflação, isso acaba atrapalhando a discussão. Além disso, há evidência de que as expectativas de mercado, em particular as provenientes das instituições Top 5, possuem erros de previsão inferiores aos cenários de inflação divulgados pela autoridade monetária.

Segundo, porque existe um enorme risco eleitoral no horizonte relevante, que pode gerar pressões altistas na inflação e fazer o BC elevar a taxa de juros mais à frente, gerando volatilidade indesejada na Selic. O problema com essa visão, contudo, é que se o cenário ruim não se materializar, a autoridade monetária correrá o risco de entregar

a inflação abaixo da meta em dois anos consecutivos, em um contexto de hiato bem negativo e desemprego muito alto.

Seja como for, as decisões do Copom seguirão dependendo da trajetória da inflação, que tem insistido em surpreender. Mudança de regime, perda de eficiência da política monetária (como argumentei em artigo recente no **Valor**) e uma possível redução da taxa de juros neutra são hipóteses que tentam explicar as dificuldades existentes de previsão. Com tanta incerteza, o paradeiro da Selic deve ainda alugar o debate econômico por um tempo. Afinal, não é fácil localizar paradesiros em mares nunca dantes navegados.

Ricardo de Menezes Barboza é mestre em Macroeconomia pela PUC-Rio, professor colaborador do Instituto Coppead e Pesquisador do Grupo de Conjuntura Econômica da UFRJ.