

## O Câmbio, a Inflação e a Selic

Ricardo de Menezes Barboza\*

Uma frase famosa, proferida por um ex-ministro da Fazenda, diz que *“existem três causas que levam à loucura: o amor, a ambição e o estudo das taxas de câmbio”*. A frase é precisa, sobretudo para países emergentes com fundamentos duvidosos e eleições presidenciais incertas, ou seja, para o Brasil.

Desde o início do ano, a taxa de câmbio desvalorizou cerca de 25%. Somente desde a última reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), a desvalorização foi de 10%. Nesse cenário, esquentou o debate sobre o que acontecerá nos próximos capítulos da taxa Selic.

De um lado, a pesquisa Focus aponta para uma Selic constante em 6,5% até o fim de 2018. De outro, o mercado precifica quase 100 bps de aumento no mesmo horizonte, possivelmente como decorrência do cenário cambial mais conturbado.

Como o Brasil adota um regime de câmbio flutuante e um regime de metas de inflação, o Banco Central só deveria elevar a Selic se o movimento cambial ameaçar o cumprimento da meta de inflação. Na penúltima ata do COPOM, seus membros deixaram claro que *“a atuação da política monetária se dá exclusivamente com foco na evolução das projeções de inflação”* e que *“choques de preços relativos devem ser combatidos apenas no impacto secundário que poderão ter na inflação prospectiva”*.

Assim sendo, cabe perguntar: para onde vai o IPCA de 2019 diante da desvalorização cambial?

Antes de responder, é preciso justificar o foco na inflação de 2019, e não na de 2018. Como há enorme defasagem entre um movimento de Selic e seu reflexo na inflação (6 a 8 trimestres), o horizonte relevante hoje para o Banco Central já está em 2019, quando a meta será de 4,25%.

De fato, a autoridade monetária indicou que 2018 teria perdido importância quando manteve a Selic na última reunião, sob o discurso de que *“projeções de inflação ligeiramente abaixo da meta para 2019 e elevado grau de ociosidade na economia”* prescreveriam política monetária estimulativa.

Isto dito, precisamos projetar o impacto da depreciação cambial sobre a inflação. Para tal, vamos seguir três caminhos distintos, em busca de três diferentes referências para a discussão.

O primeiro caminho é o da pesquisa Focus, que na última leitura apontava para uma inflação de 4,1% em 2019; ligeiramente abaixo da meta. Essa projeção, aliás, é similar ao que aponta a média das instituições Top 5, que são os melhores previsores de inflação da pesquisa Focus. Por esse caminho, portanto, não haveria qualquer necessidade (ainda) de aumentar a Selic.

O segundo caminho vem de uma conta simples, feita a partir da projeção do Banco Central na última Ata, que também antevia inflação em 4,1% para 2019 no cenário com taxas de juros e de câmbio constantes. Adicionando um repasse cambial de 60 bps - valor compatível com estimativas recentes do Banco Central num horizonte de cinco trimestres à frente, isso faria o IPCA de 2019 migrar para 4,7%, o que seria favorável aos defensores de um aumento de juro.

Mas é necessário ter cautela para aceitar os 4,7% a “valor de face”. Além de ter sido obtido por meio de uma conta muito simples (porém usual entre analistas de mercado), tal magnitude de repasse supõe uma depreciação permanente do câmbio (que pode não ser o caso), bem como ignora dois fatores

mitigadores do repasse na conjuntura atual, como expectativas ancoradas e hiato bem negativo.

Diante desse impasse, vamos para nosso terceiro caminho, que se baseia na estimação de uma réplica do modelo de pequeno porte do Banco Central, que serve de base para a autoridade monetária nas suas análises prospectivas da inflação.

Na estimação, assumimos: (i) medidas de hiato do produto calculadas por função de produção pela Instituição Fiscal Independente e pela LCA Consultores; (ii) trajetória de juro real neutro em linha com a mediana dos participantes da pesquisa Focus (entre 4% e 5%); (iii) taxa de câmbio que alcança R\$ 4,25 de forma permanente já no terceiro trimestre de 2018; (iv) taxa Selic constante em 6,5%. Com isso, as projeções condicionais sugerem inflação em 2019 em 4,5%, isto é, levemente acima da meta.

Deveria, então, o Banco Central já elevar a taxa de juros? À luz do que sabemos hoje, é mais provável que haja uma manutenção da Selic. Primeiro, porque tal qual o Banco Central não reduziu o juro nas duas últimas reuniões, quando as projeções ficaram levemente abaixo da meta, não deveria agora elevar na situação contrária. Segundo, porque as projeções do modelo não dão conta dos fatores mitigadores do repasse cambial que mencionamos anteriormente. Terceiro, porque não é claro que o atual movimento cambial será, de fato, permanente. Quarto, porque a ociosidade em curso é gigante, o que deveria influenciar a função de reação do Banco Central. Quinto, porque as medidas de inflação subjacente estão ainda em patamar confortável. Sexto, porque o Banco Central poderia acomodar parte do impacto inflacionário do câmbio dentro da banda de tolerância.

Obviamente, tudo depende de para onde vai a taxa de câmbio nas próximas semanas e, com ela, a taxa de inflação. E o problema é que economistas não sabem prever a evolução cambial, principalmente quando há fatores eleitorais por trás do movimento.

Tal como, certa vez, escreveu Goethe: “ambição e amor são asas para grandes feitos”. O estudo das taxas de câmbio, pelo visto, serve mesmo só para enlouquecer.

**\* Ricardo de Menezes Barboza é economista do Grupo de Conjuntura Econômica do IE-UFRJ, Mestre em Macroeconomia pela PUC-Rio e Professor Colaborador do Instituto Coppead.**