

27/12/2018 - 05:00

## Selic, consenso sem senso?

Por **Ricardo Barboza e João Cunha**

Em qualquer manual de macroeconomia, aprendemos que um Banco Central deveria manejá a taxa de juros tendo em vista o hiato do produto e o desvio da inflação em relação à meta. Isso quer dizer que autoridades monetárias reduziriam a taxa de juros quando o produto está abaixo do potencial e a inflação está abaixo da meta. Simples? Não exatamente!

Caso fosse tão mecânica a condução da política monetária, um robô poderia executá-la sem maiores problemas. Não sendo esse o caso em nenhum lugar do planeta, há que se reconhecer que a atuação de bancos centrais está longe de ser trivial, combinando elementos teóricos e empíricos, com uma dose de arte. Dito isso, o que deveríamos esperar dos próximos passos da taxa Selic no Brasil?

A inflação em 2018 está folgada, abaixo da meta de 4,5%. Tudo indica que o IPCA cheio terminará o ano em 3,7%, enquanto as medidas de núcleo de inflação e de serviços subjacentes estarão ao redor de 3%. Esse resultado é surpreendente quando consideramos que, nesse ano, houve dois choques inflacionários relevantes: uma forte desvalorização cambial, que elevou o preço do dólar de R\$ 3,25 no início do ano para o atual patamar de R\$ 3,90, e uma greve de caminhoneiros, que paralisou boa parte da capacidade produtiva e logística do país por duas semanas.

Ainda que a inflação pareça estar sob controle no presente, os manuais dizem que a política monetária deve ser feita com os olhos no futuro. Ocorre que as expectativas de inflação também estão abaixo da meta. Segundo o consenso do Focus, a inflação projetada para 2019 (horizonte que importa em maior grau para a política monetária hoje) está em 4,03%. Já a inflação implícita nos títulos públicos, proxy da inflação esperada pelos agentes que realmente colocam dinheiro nas apostas, é de apenas 3,84%.

Olhando para o hiato do produto, estimativas do IPEA, que tem boa aderência aos dados, e do economista Bráulio Borges, inspirada na metodologia da Comissão Europeia, apontam para uma ampla ociosidade: PIB 3,4% e 5,9% abaixo do potencial, respectivamente.

O nível de ociosidade é corroborado quando se analisam os fatores de produção separadamente. A taxa de desemprego atinge atualmente 12,1% da força de trabalho, enquanto sua média histórica é 9,4%. Já o nível de utilização da capacidade instalada está em 75,2%, enquanto sua média histórica é de 80,2%.

Nesse quadro, deveríamos imaginar que o mercado previsse ou, minimamente, especulasse sobre reduções adicionais da taxa Selic no futuro próximo. Mas não é essa a realidade.

O consenso de mercado prevê que a taxa Selic deve permanecer constante em 6,5% até outubro de 2019, quando o Banco Central, de acordo com esse consenso, deverá aumentar a taxa de juros, encerrando o ano que vem em 7,25% e atingindo 8% em 2020. Como explicar esses fatos, que, convenhamos, são estranhos à luz da teoria mais tradicional de política monetária?



## **Juro neutro calculado incorretamente pode estar na origem da série acumulada de surpresas na inflação e atividade**

Uma primeira explicação diz respeito à inflação de 2020, que já começa (em menor grau) a entrar no radar do Banco Central, dadas as defasagens entre movimentos de política monetária e seus efeitos na inflação. Para esse horizonte, a inflação projetada, tanto pelo Focus quanto para a projeção condicional de referência do Banco Central, estaria na meta (4%).

O problema com essa explicação, no entanto, é que as projeções de inflação do mercado para 2020 do mercado são, principalmente, reflexo da credibilidade da autoridade monetária, que faz os agentes verem a meta como sua melhor previsão. Já as projeções do Banco Central têm muitos elementos cujos detalhes não são conhecidos pelo público, e estiveram acima da realidade nos últimos dois anos. Por que acreditar que para 2020 a história será diferente?

Uma segunda explicação diz respeito às estimativas de taxa neutra de juros, que costumam estar na faixa de 4%. Se somarmos a meta de inflação de 2020, que é de 4% com a estimativa usual de juro neutro, chega-se num juro nominal de equilíbrio de 8%, que é o patamar de juro que deve vigorar quando a inflação está no seu alvo e o hiato do produto zerado. Talvez seja por isso que repousem em 8% as estimativas de médio prazo de analistas de mercado, o que explicaria um juro nominal já em elevação a partir de 2019.

Ocorre, porém, que estimativas de juro neutro são cercadas de muita incerteza, sobretudo no Brasil, onde séries históricas são curtas. Além disso, o nosso passado não é representação razoável para o atual funcionamento da economia. Passamos por uma mudança de regime, fundamentada em alterações nas políticas fiscal e parafiscal, em ganho de credibilidade do Banco Central e em reformas importantes, como, por exemplo, a trabalhista.

Um juro neutro incorretamente mensurado pode estar na origem do fato de termos acumulado uma série de surpresas para baixo nos últimos 24 meses, tanto no front da atividade quanto no front da inflação, a despeito da taxa Selic e da taxa real de juros ex-ante terem alcançado suas respectivas mínimas históricas.

É certo que o Banco Central precisa atuar com cautela diante das incertezas no horizonte. O cenário externo pode trazer problemas para os emergentes, causando mais desvalorização cambial que, por sua vez, impacta na inflação. Mas o que se viu por aqui em 2018 sugere que, com um BC crível, o efeito sobre a inflação do repasse cambial é bem menor.

Outra fonte de preocupação seria quanto à capacidade do novo governo de aprovar a reforma da previdência e outras que ajudem a ajustar as contas públicas. Esse é um ponto, de fato, crucial. Se de um lado ainda há dúvidas sobre qual será a proposta concreta de reforma, de outro temos um ministro da Fazenda que trata esse tema como principal prioridade, bem como um contexto favorável, uma vez que presidentes recém-eleitos costumam ter grande poder junto ao Legislativo.

Diante do que foi discutido, é curioso que poucos economistas levantem a bandeira de novos cortes na Selic. De fato, a maioria ainda parece fiel à crença de que a taxa precisará ser elevada no ano que vem, a despeito da escassez de elementos sólidos indicando isso. Seja como for, o debate está aberto.

**Ricardo de Menezes Barboza é mestre em Macroeconomia pela PUC-Rio, professor colaborador da Coppead e pesquisador do Grupo de Conjuntura Econômica da URFJ.**

**João Marco Braga da Cunha é mestre em Economia pela EPGE-FGV, Doutor em Engenharia Elétrica pela PUC-Rio e Head de Asset Allocation na GGP Family Office.**