

A política de metas inflacionárias suscita debates infundáveis. No aspecto geral, há razoável concordância de que o sistema é considerado um avanço, mas no varejo o ponto sensível é o nível da taxa de juros, considerada elevada desnecessariamente. O Banco Central rebate que o nível elevado serve como uma prevenção para eventuais choques externos e para garantir a atratividade da economia brasileira aos capitais de curto prazo. Diversos artigos vêm discutindo os pontos críticos da política de metas inflacionárias. Este curto ensaio aborda um tema menos lembrado: o horizonte da inflação. Recentemente, a Conjuntura Econômica publicou um interessante artigo de Yoshiaki Nakano com sugestões para o aperfeiçoamento da política monetária, no qual menciona a questão do horizonte como um dos aspectos sensíveis.² Nakano recomenda que o Banco Central mire a taxa de inflação futura – cobrindo um período de 18 a 24 meses – e minimize a preocupação com os movimentos transitórios da inflação. A tentação da “sintonia fina” no curto prazo – ou seja, a busca de resultados imediatos – pode causar efeitos inesperados no médio e longo prazo e ampliar as flutuações cíclicas.

Este artigo estende a sugestão de Nakano e procura dar uma fundamentação empírica à questão. Faz todo sentido monitorar a inflação futura num horizonte mais amplo, mas é exigir muito que o Banco Central desenvolva modelos capazes de prever a inflação num horizonte de até dois anos. Existem outros sistemas de previsão que podem fornecer os sinais da tendência da taxa de inflação num horizonte de vários meses à frente.

A política de juros, da mesma forma que a liquidez, crédito, gastos e outras medidas, gera efeitos na economia que se estendem e se distribuem por vários períodos. Parte dos efeitos da variação nominal destas variáveis atua em preços e parte nas quantidades. Para o agregado da economia, as pesquisas empíricas apontam que as evidências dos efeitos dos juros no curto e médio prazo sobre a taxa de inflação são tênues, instáveis ou indefinidos. Os efeitos percorrem caminhos indiretos, afetando a demanda agregada – com efeitos setoriais distintos – e a partir desta, os preços básicos da economia. Neste percurso, os efeitos se confundem e dificultam

¹ Publicado em Conjuntura Econômica, outubro de 2007.

² Nakano, Yoshiaki, “Aperfeiçoar o sistema de metas de inflação”, Conjuntura Econômica, julho de 2007, pp.10-11.

a estabilidade e a sensibilidade dos preços aos juros. Por estes motivos, as evidências empíricas de modelos que procuram explicar a inflação mensal – medida pelo IPCA, tido como o índice básico para a política de metas – pela taxa de juros Selic não são satisfatórias: apontam coeficientes com sinais trocados e/ou não estatisticamente significantes.

Efeitos dos juros na atividade econômica

Os juros nominais Selic *per se* pouco importam para a atividade econômica, se estas não forem acompanhados por mudanças paralelas nos juros reais na ponta do mutuário. Por exemplo, se o objetivo é afetar a atividade econômica geral, representada pelo crescimento da produção da Indústria de Transformação, o conceito relevante de juros é o cobrado no desconto de duplicatas, com retardo de cinco meses. A Figura 1 mostra que as duas variáveis estão associadas de forma invertida: em geral um aumento (queda) dos juros tende a diminuir (aumentar) o crescimento do produto industrial cerca de cinco meses após a mudança nos juros. Sem apelar para uma estimação multivariada, a correlação (-73,2 %) entre as duas variáveis é inversa, com significância estatística superior a 5 %. Esta questão foi explorada num trabalho recente³, inclusive com evidências empíricas para outros países, o que sugere conclusões mais gerais. Resultados similares são obtidos com a taxa nominal de juros deflacionada pela inflação IGP-M, num simulacro da taxa real de juros *ex post*.

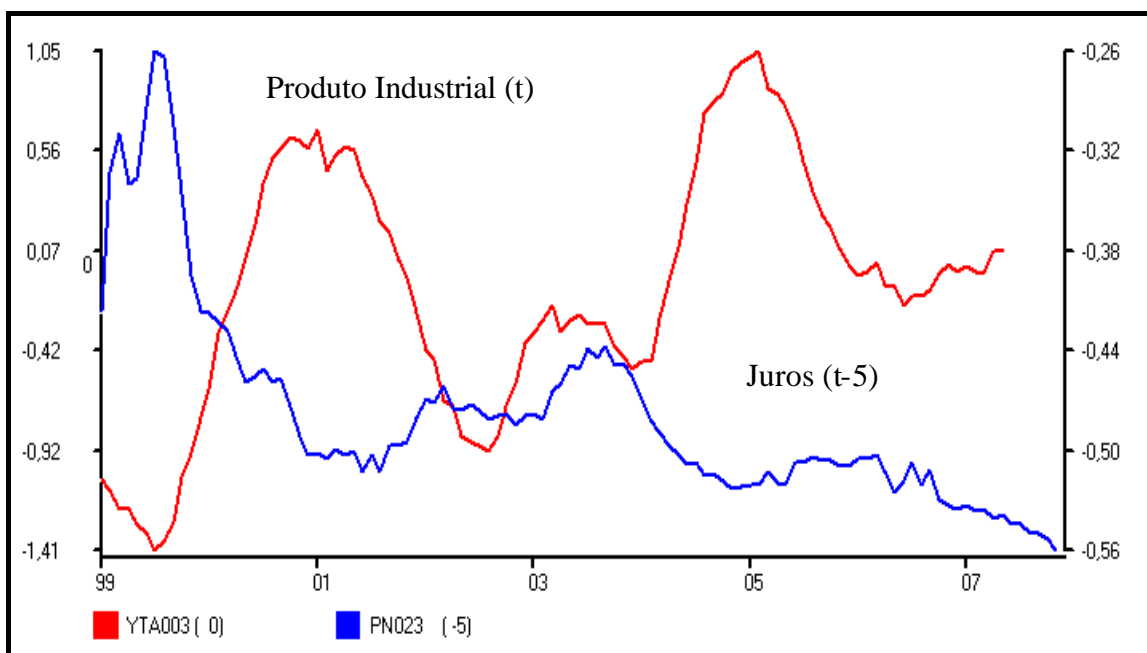


Figura 1 – Juros cobrados em desconto de duplicatas e produção industrial.

³ Contador, Claudio, "Juros e atividade econômica: evidências empíricas para reflexão", Carta Mensal CNC, vol.53, no.627, junho de 2007, pp.29-43.

Ao deslocar a atenção para os efeitos de médio prazo – leia-se, um horizonte de seis a dezoito meses – a previsão da taxa de inflação pode se beneficiar de evidências empíricas mais robustas, ironicamente não distintas das fornecidas pelos modelos monetaristas tradicionais. A taxa de inflação corrente acaba sendo explicada pela variação da liquidez nominal, do câmbio, e de preços de commodities, para citar as mais relevantes. A liquidez (medida pela base monetária ou pelo conceito de M2) tem um retardo de 5-6 meses; os preços de commodities agrícolas, 2-4 meses; e câmbio, de 2 meses. A taxa nominal Selic, que no modelo de metas inflacionárias deveria ter efeito negativo, aparece sempre com efeito positivo e significativo, como esperado nos modelos monetaristas tradicionais, refletindo o efeito negativo dos juros sobre a demanda por moeda real.

A previsão com indicadores antecedentes

Todas estas evidências, principalmente das variáveis com maior antecedência, podem ser utilizados, junto com outras, na montagem de indicadores antecedentes⁴ para a inflação. O tema não é novo e já foi inclusive explorado pelo Banco Central.⁵ Já existe, portanto alguma experiência, que aumentou desde 2000.

O indicador antecedente composto para a taxa mensal de inflação IPCA é formado por onze variáveis e tem avanço médio de 10 meses, reduzido para oito meses devido ao atraso na divulgação das estatísticas. As variáveis-insumo compreendem as pressões no mercado de trabalho, utilização da capacidade instalada da Indústria, liquidez, câmbio, preços de commodities, mercado financeiro, vendas no varejo e insolvência de empresas.⁶ As previsões do indicador composto retratam basicamente as tendências da inflação mensal e captam os principais movimentos da inflação. A Figura 2 mostra os resultados do indicador antecedente para o período desde 1999 e a figura seguinte, para a fase mais recente, pós-2006.

⁴ A metodologia dos indicadores antecedentes explora a qualidade de certas variáveis anteciparem outras séries em um número determinado de períodos e aproveita o conteúdo informacional contido num grupo de variáveis (denominadas variáveis-insumo), sem se preocupar com a causalidade e a formalização de um modelo econométrico mais elaborado.

⁵ Em julho de 2000, o Banco Central montou o Seminário “One Year of Inflation Targeting in Brazil”. Alguns trabalhos apresentados versaram sobre o emprego de indicadores antecedentes na previsão da inflação: Chauvet, Marcelle; Solange Gouvea; Marta Baltar Moreira e Jose Ricardo da Costa e Silva; “Two methodologies to build inflation leading indicators for Brazil”; e Contador, Claudio R.; “Inflation targeting and leading indicators : some notes”.

⁶ As referências no final do artigo listam alguns textos relacionados com o emprego de indicadores antecedentes na previsão da inflação.

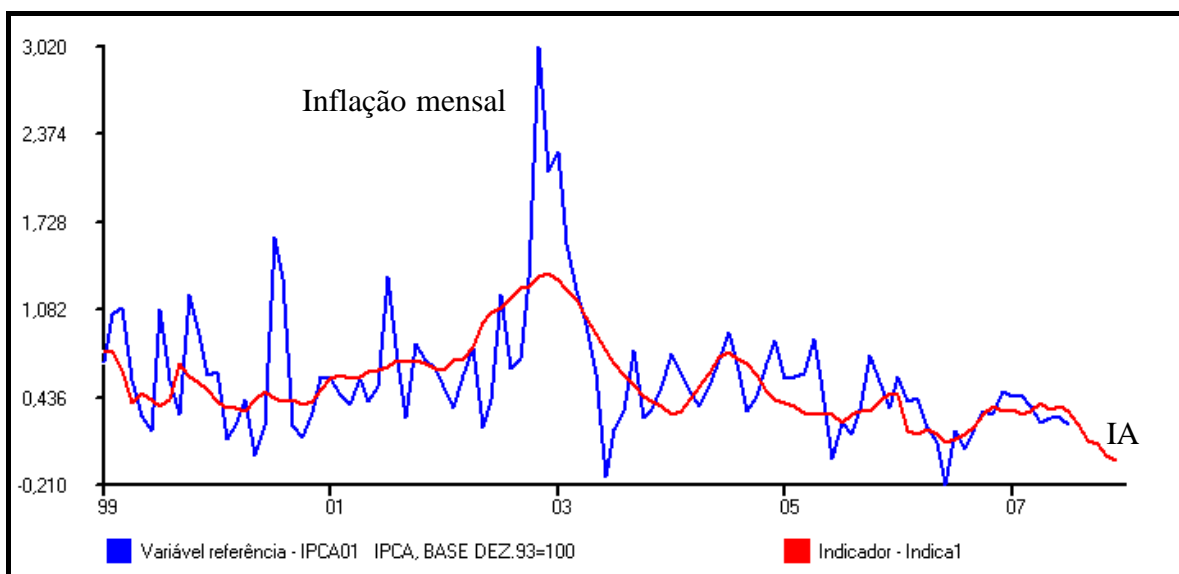


Figura 2 – Indicador antecedente para a tendência da inflação mensal

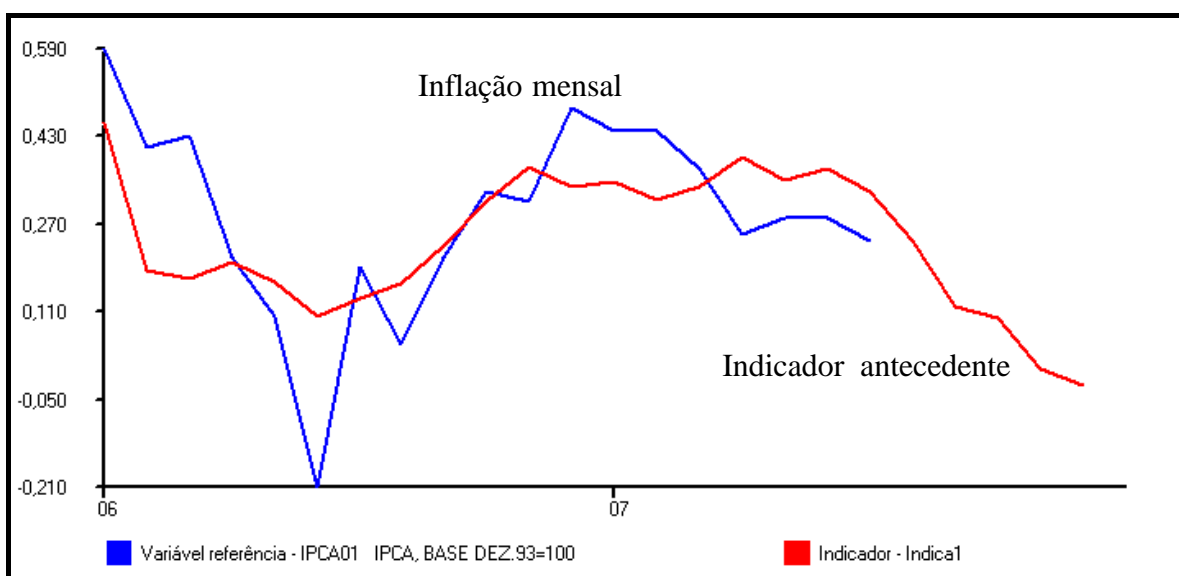


Figura 3 – Indicador antecedente, período pós-2006

Os sinais do indicador antecedentes apontam claramente que a taxa mensal de inflação pelo IPCA tem uma tendência não explosiva nem crescente até o final de 2007. Lançam também suspeitas de que a meta de 3,5 % proposta para 2008 é elevada, e o governo poderia ousar uma meta menor e ainda assim afrouxar os juros básicos. Ou seja, as projeções com o indicador antecedente reforçam os argumentos de que a política monetária pode reduzir os juros sem maiores ameaças à estabilidade. A redução dos juros permitiria depreciar a taxa de câmbio; reduziria o custo de rolagem da dívida pública; reduziria a fragilidade financeira de empresas e famílias; e daria mais chances à formação de capital fixo. São todos efeitos positivos.

Não são ainda suficientes para lançar a economia brasileira num círculo virtuoso, mas podem conceder ao governo federal alguns pontos na opinião pública.

Como o nível da taxa de juros é ainda o centro de uma discussão estéril entre economistas e entre políticos, a redução dos juros permite que as discussões se concentrem nos temas de interesse mais sério: maior consistência entre as políticas monetária, fiscal e cambial; e maior liberdade para o fluxo de capitais.

Referências :

- Boughton, J.M. e W.H. Branson; “Commodity prices as a leading indicator of inflation”, em Lahiri e Moore (eds), pp.305-338.
- Cabrero, A. e J.C. Delrieu; “Construction of a composite indicator for predicting inflation in Spain”, Banco de Espana, Documento de Trabajo, No.9619, 1996
- Cecchetti, S.G.; “Practical issues in monetary policy targeting”, Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Review, vol.32, 1996, pp.2-15
- Chauvet, Marcelle; “Turning point analysis of the leading inflation indicators”, Activity Report, Banco Central do Brasil, abril-maio de 2000
- Chauvet, Marcelle; “Leading inflation indicators for Brazil: final report”, Banco Central, dezembro de 1999
- Chauvet, Marcelle; Solange Gouvea; Marta Baltar Moreira e José Ricardo da Costa e Silva; “Two methodologies to build inflation leading indicators for Brazil”, Seminário One Year of Inflation Targeting in Brazil, Banco Central, 10-11 de julho de 2000
- Contador, Claudio R.; “Inflation targeting and leading indicators : some notes, Seminário One Year of Inflation Targeting, Banco Central, 10-11 de julho de 2000
- Contador, Claudio R.; “Economic activity in 2001: what the leading indicators forecast”, Seminário sobre Indicadores Antecedentes, IPEA/CEPAL/OECD, Rio, 4-5 de dezembro de 2000
- Contador, Claudio R.; "Atividade e inflação : o que esperar da política de juros", Carta Mensal CNC, vol.51, agosto de 2005, no.605, pp.31-45
- Contador, Claudio R.; "Juros e atividade econômica: evidências empíricas para reflexão", Carta Mensal CNC, vol.53, no.627, junho de 2007, pp.29-43
- Dasgupta, S. & K. Lahiri; “A leading indicator based on interest rates”, em Lahiri & Moore, 1991, pp.339-354

- Gouvea, Solange; Marta Baltar e Pedro Albuquerque; “Indicadores antecedentes para inflação”, Seminário sobre Indicadores Antecedentes, IPEA/CEPAL/OECD, Rio, 4-5 de dezembro de 2000
- Lahiri e Moore (eds), Leading economic indicators : new approaches and forecasting records, (Cambridge, Cambridge University Press, 1991)
- Leeuw, Frank de; “Toward a theory of leading indicators”, em Lahiri e Moore (eds), pp.15-56.
- Rapatti, A.; “Leading inflation indicators in Finland: pairwise analysis of Granger-causality and co-integration”, Bank of Finland, Discussion Paper No.24/96, 1995
- Robertson, D.; “Term structure forecasts of inflation”, The Economic Journal, vol.102, 1992, pp.1083-1093
- Wickens, M. e E. Tzavalis; “Forecasting inflation from the term structure : a co-integration approach”, London Business School, LBS Discussion Paper, 1992

RELATÓRIOS SILCON

A consultoria SILCON Estudos Econômicos produz duas séries de relatórios, distribuídos aos seus clientes:

- 1 - Carta Mensal - Cenários & Previsões, publicação mensal com análise de temas conjunturais, cenários macroeconômicos, e previsões baseadas na técnica de indicadores antecedentes. Disponível apenas aos clientes da SILCON e aos assinantes cadastrados.
 - 2 - Relatórios SILCON, com a divulgação de pesquisas sobre temas diversos, elaboradas pela equipe da Consultoria e consultores convidados.
-

SILCON Estudos Econômicos Ltda
C.R. Contador & Associados
Av. 13 de Maio, 23 – grupo 2029-31 Rio de Janeiro
CEP 20031-007 Rio de Janeiro

Para informações sobre as publicações e os serviços prestados pela nossa empresa, acesse a nossa *home-page* : www.silcon.ecn.br
ou nos contate pelo e-mail : diretoria@silcon.ecn.br
Telefone : (0xx21) 2240 2656 – fax: (0xx-21) 2210 1035.