

O Papel das Expectativas na Inflação Corrente

O modelo estrutural básico utilizado pelo Banco Central do Brasil para projetar inflação é composto de quatro equações: demanda agregada (curva IS), oferta agregada (curva de Phillips), câmbio e regra de juros¹.

Neste quadro, discute-se o papel da inflação ocorrida e esperada na determinação da inflação. Inicialmente, foram utilizadas duas especificações para estimar a curva de Phillips:

$$(I) \quad \pi_t = \alpha_1^b \pi_{t-1} + \alpha_2^b \pi_{t-2} + \alpha_3^b h_{t-1} + \alpha_4^b \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^b$$

$$(II) \quad \pi_t = \alpha_1^f \pi_{t-1} + \alpha_2^f E_t(\pi_{t+1}) + \alpha_3^f h_{t-1} + \alpha_4^f \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^f$$

onde π é a inflação, h o hiato do produto, p^f o índice de preços internacionais, “ e ” a taxa nominal de câmbio, Δ o operador diferença, $E_t(\cdot)$ é a esperança baseada no conjunto de informações disponíveis no tempo t e ε representa os choques. Todas as variáveis estão expressas em logaritmos.

Note-se que, de acordo com (I), somente a inflação passada determina a inflação corrente, enquanto que, segundo (II), tanto a inflação esperada quanto a passada são argumentos da equação.

¹ Esse modelo está descrito em: Bogdanski, Tombini e Werlang (2000): “*Implementing Inflation Targeting in Brazil*”, op. cit.

De acordo com a hipótese de expectativas racionais e com a teoria monetária, somente a inflação esperada deveria ser argumento da curva de Phillips. A inclusão de um termo contendo inflação defasada na equação justifica-se primariamente por motivos empíricos. Talvez pelo fato da evolução passada da inflação conter informações relevantes sobre a sua evolução futura, além daquelas captadas pelo regressor $E_t(\pi_{t+1})$, as estimativas utilizando informações defasadas apresentam melhor ajuste².

Foi necessário realizar diversas estimativas para a especificação (II) em função das diferentes formas de mensurar a inflação esperada. De uma forma geral, o coeficiente estimado para a inflação esperada era cerca de 1,5 vez maior que o associado à inflação defasada. Essa razão pareceu exagerada por dois motivos. Em primeiro lugar, porque significa um grau de credibilidade que parece não ter sido ainda alcançado pelo regime de metas para a inflação. Em segundo lugar, porque um elevado coeficiente para a inflação esperada (comparativamente ao da inflação passada) significa uma inércia muito baixa e, portanto, um ajuste da inflação e do produto mais rápido do que parece se verificar na realidade.

Tendo isso em vista, optou-se por uma solução pragmática: os coeficientes utilizados na equação de Phillips foram obtidos a partir da média aritmética dos coeficientes estimados nas especificações (I) e (II), o que significa reduzir o impacto da inflação esperada sobre a inflação corrente. Essa especificação híbrida, em conjunto com as demais equações do modelo, gerou uma dinâmica para inflação e hiato do produto que pareceram ser mais realistas do que aquelas obtidas com as equações (I) e (II) isoladamente.

É importante salientar que a escolha da especificação adotada tem uma importante conseqüência sobre a política monetária. Quanto maior for o grau de antecipação da inflação (medido pela relação), menor será o custo da política monetária em termos da variação do produto necessária para fazer com que a inflação atinja a meta, ou, alternativamente, menor será a variação da taxa de juros necessária para corrigir eventuais desvios da inflação em relação à meta. Portanto, a adoção da especificação mista, em detrimento da (II), implica uma postura mais conservadora do Banco Central. À medida que o programa de metas ganhe credibilidade, a inflação esperada deve convergir para a meta, aumentando o seu grau de antecipação. Conseqüentemente, isto causará diminuição no custo da política monetária em períodos de redução da taxa de inflação.

² Uma justificativa teórica para a persistência da inflação, baseada em custos de ajustamento, pode ser vista em: Fuhrer, J. & Moore, G (1995): "Inflation Persistence", *Quarterly Journal of Economics*, 440, fev.