

## Pesquisas de Expectativas de Inflação

---

Como o Banco Central do Brasil, um número crescente de bancos centrais no mundo dedica especial atenção ao acompanhamento periódico das expectativas de inflação do setor privado. Por meio desse acompanhamento, a autoridade monetária passa a dispor de um instrumento crucial de gestão da política monetária, à medida que as expectativas desempenham um papel relevante na própria dinâmica inflacionária, sendo um componente na formação de preços, salários e contratos da economia. Adicionalmente, determinam a estrutura a termo de juros reais *ex-ante* associada a uma determinada curva de juros nominal, afetando assim as decisões privadas de consumo e investimento.

O monitoramento das expectativas de inflação é ainda mais importante nos países que seguem regimes formais de metas de inflação. Ao conduzir a política monetária segundo esse regime, o banco central procura coordenar a formação das expectativas privadas. A aferição de como essas evoluem no tempo e sua comparação com as projeções de inflação da autoridade monetária são parte importante do processo de implementação da política monetária.

As pesquisas de expectativas de inflação efetuadas pelos diversos bancos centrais assumem três procedimentos principais: (i) sondagens com um número representativo de especialistas, usualmente do setor privado; (ii) sondagens mais amplas de percepção de inflação com a população em geral; e (iii) acompanhamento indireto das expectativas com base em preços de ativos financeiros.

O Banco da Inglaterra (BoE) acompanha as expectativas de inflação pelos três procedimentos mencionados. O principal monitoramento toma como base os diferenciais de preços entre títulos públicos

pré e pós-fixados, de maturidade equivalente, negociados no mercado de renda fixa. Além disso, o BoE conduz trimestralmente uma pesquisa de opinião ampla com a população denominada *Public Attitudes to Inflation*. Finalmente, é efetuada uma sondagem com 23 especialistas de mercado, a qual é cotejada com as projeções de inflação do *Monetary Policy Committee* (MPC) apresentadas trimestralmente no “Relatório de Inflação”. Todos esses indicadores são relevantes para a modelagem e para o processo decisório de política monetária.

O Banco de Israel é outra instituição reconhecida pelo desenvolvimento de múltiplos métodos de monitoramento das expectativas de inflação. A exemplo do BoE, o Banco de Israel utiliza como principal medida de expectativas de inflação, em seus modelos e documentos, a taxa implícita no diferencial de preços entre os títulos públicos pré e pós-fixados de vencimento equivalente. Adicionalmente, o Banco de Israel efetua uma ampla sondagem de expectativas com 570 empresas (terceiro trimestre de 2004) e uma pesquisa mais restrita de expectativas com sete especialistas em previsão do mercado financeiro.

O *Federal Reserve Bank* (Fed), embora não siga um regime formal de metas de inflação, também utiliza sistematicamente várias medidas de expectativas de inflação no seu processo decisório. Em particular, o Fed se beneficia da pesquisa mensal sobre o sentimento do consumidor, conduzida pela Universidade de Michigan há quase sessenta anos, que abarca, entre outros pontos, a percepção do público sobre a inflação. Entre as sondagens próprias, a principal é a *Survey of Professional Forecasters* trimestral dirigida pelo Fed da Filadélfia desde 1990, com 34 especialistas do setor privado.

Expectativas medidas com base em preços de ativos financeiros têm a vantagem evidente de estarem referendadas pelas apostas que os agentes privados fazem em sua acuidade ao transacionarem ativos a esses preços. No entanto, a diferença de retorno entre ativos nominais e indexados reflete não só as expectativas de inflação como também um componente de prêmio de risco, e isolar esse componente está longe de constituir um exercício trivial. Por isso, o acompanhamento de expectativas baseado em sondagens é valioso em qualquer circunstância,

mas é especialmente importante quando os mercados de ativos nominais ou indexados se caracterizam por volatilidade elevada e baixa liquidez, tornando maiores e menos estáveis os prêmios de risco embutidos no diferencial entre esses ativos, e menos confiáveis os métodos disponíveis para extrair desse diferencial a expectativa implícita de inflação. Em ambientes assim, é natural que o esforço mais imediato se volte para melhorar a acuidade das informações reportadas em sondagens, o que pode ser feito mediante mecanismos de incentivo reputacional como os incorporados à pesquisa da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) no Brasil (*Top 5*).

Entre as autoridades monetárias do mundo todo, o Banco Central do Brasil é reconhecido como tendo um dos acompanhamentos mais sofisticados das expectativas de inflação do setor privado. A pesquisa de expectativas de mercado, iniciada de forma simplificada em 1999, ganhou complexidade tanto pelo maior número de participantes, como pela incorporação à pesquisa de novas variáveis e procedimentos técnicos. De certa forma, a complexidade da sondagem hoje conduzida pela Gerin é consequência da maior volatilidade das variáveis macroeconômicas e expectativas no país, o que incentivou o Banco Central a aprimorar, ao longo dos anos, a qualidade da informação coletada. Dentre as inovações da pesquisa brasileira, destacam-se o processamento da informação em tempo real, com a utilização de plataforma *web* na coleta de dados, o reconhecimento da acuidade da contribuição à pesquisa por meio de incentivo reputacional e a maior democratização no acesso aos seus resultados, com sua publicação semanal.

Uma crítica recorrente à pesquisa de expectativas da Gerin diz respeito ao fato de basear-se numa amostra composta primordialmente de especialistas do setor financeiro. De fato, do universo atual de 104 informantes, 84 são instituições financeiras (52 bancos, 23 administradores de recursos e 9 corretoras e distribuidoras), 14 consultorias e 6 empresas não financeiras e entidades de classe. Embora empresas e entidades que satisfaçam determinados critérios de admissão e regularidade possam participar da pesquisa independentemente do setor a que pertençam, na prática, os participantes do setor financeiro e

consultorias, pela própria natureza de sua atividade profissional, mostram maior capacidade de resposta às mudanças da macroeconomia, o que é fundamental na captura de dados de alta frequência e/ou num ambiente de volatilidade. É interessante ressaltar que a Gerin já efetuou no passado sondagens específicas com o setor real da economia, não se verificando divergências significativas com a pesquisa de expectativas do mercado<sup>1</sup>. Além disso, diversas empresas entrevistadas revelaram formar suas previsões com base nas expectativas das consultorias e instituições financeiras com as quais operam, o que sugere que a amostra abrangida pela pesquisa da Gerin tem um papel importante de formadora de opinião no conjunto da economia.

Outros países da América Latina que também se distinguem pelas boas práticas de monitoramento das expectativas são aqueles que adotam regimes de metas de inflação, mais especificamente o México, a Colômbia e o Chile. O Banco do México conduz, desde a segunda metade da década de 90, sua *Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado*, baseada em entrevistas com cerca de trinta analistas e consultores econômicos e publicada mensalmente, não apenas com previsões para a inflação mas também com outras variáveis econômicas como juros, câmbio, atividade econômica, salários e balanço de pagamentos. Na Colômbia, o Banco Central efetua, desde 2003, uma pesquisa mensal com cerca de 40 bancos e corretoras sobre expectativas de inflação e taxa de câmbio. Finalmente, o Banco Central do Chile efetua, desde 2002, uma pesquisa mensal de expectativas com especialistas de universidades, consultores e executivos de empresas financeiras e não financeiras.

---

1/ Relatório Focus “Pesquisa de Expectativas das Empresas do setor Real”, de 16 de abril de 2003, disponível em <http://www4.bcb.gov.br/gci/Focus/FocusAssunto.asp?letraInic=P&id=ativeconomica>