

Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira desde o último Relatório, em setembro de 2004, assim como as perspectivas para a inflação ao final de 2006 e para o crescimento do PIB até o final de 2005. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa básica de juros será mantida inalterada, durante o horizonte de previsão em 17,75% ao ano, valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 14 e 15 de dezembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em valor próximo ao vigente nos dias que antecederam a reunião (R\$2,75 por dólar norte-americano). O segundo cenário, denominado de cenário de mercado, utiliza as trajetórias de juros e câmbio que constam da pesquisa realizada pela Gerin do Banco Central do Brasil junto a analistas do mercado nas vésperas da reunião do Copom de dezembro. É importante ressaltar que esses cenários compõem um procedimento padrão para balizamento da política monetária, e suas hipóteses não devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros ou câmbio.

As previsões de inflação e de crescimento do PIB divulgadas por este Relatório não são pontuais. Elas incorporam intervalos de probabilidade que explicitam o grau de incerteza presente no momento em que a decisão sobre a taxa de juros foi tomada. As previsões de inflação dependem não apenas da hipótese sobre a taxa de juros, mas também de um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das variáveis exógenas relevantes, que, em outras palavras, são aquelas que não podem ser controladas pelo Banco Central. O conjunto de hipóteses considerado mais provável pelo Copom compõe os cenários a que o Comitê atribui peso preponderante na tomada de decisão sobre a taxa de juros. Ao expô-las, por meio deste Relatório, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípua.

6.1 Determinantes da inflação

Desde a publicação do “Relatório de Inflação” de setembro, persiste o cenário de forte crescimento econômico, refletido nos indicadores de produção, vendas e emprego, divulgados ao longo desse período. Os números do PIB do terceiro trimestre ratificaram a tendência observada naqueles indicadores, e a revisão do PIB de 2003 mostrou que o produto tem apresentado forte crescimento mesmo sobre uma base maior do que a anteriormente estimada. O desempenho favorável do produto foi acompanhado, porém, por taxas de inflação que permanecem em níveis incompatíveis com a trajetória de metas no médio prazo. A persistência das pressões inflacionárias refletiu-se nos preços no atacado e ao consumidor, nas diferentes medidas de núcleo dos índices de preços ao consumidor, bem como na rigidez das expectativas de inflação dos agentes privados. Nesse sentido, conforme ressaltado no “Relatório de Inflação” de setembro e em Notas das últimas reuniões do Copom, em um ambiente de elevada utilização da capacidade instalada, a trajetória da inflação dependerá marcadamente dos desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços, para o adequado atendimento da demanda em expansão. Embora os dados divulgados pelo IBGE estejam ratificando a tendência de recuperação nos investimentos que se detecta desde meados de 2003, a avaliação criteriosa desses desenvolvimentos continua sendo um componente fundamental da estratégia de política monetária.

O ambiente de relativa tranquilidade nos mercados financeiros internacionais permitiu que o prêmio de risco dos títulos brasileiros recuasse ainda mais. Esse cenário favorável para a conta de capitais, aliado a movimentos importantes nos mercados internacionais de divisas e a superávits na conta-corrente do balanço de pagamentos do país, resultou em tendência de apreciação na taxa de câmbio do real em relação ao dólar dos Estados Unidos. A média das taxas de câmbio para compra, que foi de R\$2,89 em setembro, recuou para valores em torno de R\$2,74 nos dez primeiros dias de dezembro. A manutenção desse cenário externo favorável dependerá, primordialmente, de desenvolvimentos nas economias industrializadas, com destaque para a estratégia de subida gradual das taxas de juros nos Estados Unidos e o comportamento das taxas de câmbio entre as principais moedas. Outro ingrediente importante para a concretização desse cenário favorável será o comportamento dos preços do petróleo, que, embora tenham recuado dos níveis sem precedentes registrados em outubro, permanecem bastante voláteis e em patamares ainda elevados.

Nesse cenário, o Copom iniciou um processo de ajuste da política monetária em setembro, quando a taxa de juros básica foi elevada de 16,0% ao ano para 16,25%. Nos meses seguintes, as taxas foram ajustadas em 0,5 p.p. em outubro, novembro e dezembro, encerrando 2004 com taxa de 17,75% ao ano.

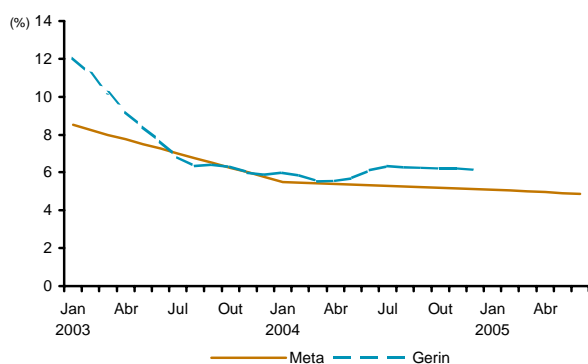
A inflação medida pelo IPCA – o índice de preços de referência para a condução da política monetária – voltou a acelerar-se em outubro e em novembro, com taxas de 0,44% e 0,69%, respectivamente, após ter recuado para 0,33% em setembro. Com esses resultados, a inflação acumulou 6,68% no período janeiro-novembro. A aceleração recente deveu-se principalmente à elevação dos preços monitorados, embora os preços livres também tenham se acelerado em relação a setembro, continuando a registrar, porém, taxas inferiores às observadas no trimestre junho-agosto, em função do forte recuo nos preços dos alimentos no período.

Os núcleos de inflação do IPCA continuaram em patamares elevados, incompatíveis com a trajetória de metas de inflação. Em setembro, os núcleos calculados por exclusão de alimentos e de preços administrados por contrato e monitorados e por médias aparadas sem suavização de itens predeterminados apresentaram alguma desaceleração. Contudo, em outubro e em novembro voltou a ocorrer aceleração das medidas de núcleo segundo os três diferentes critérios acompanhados pelo Copom. No trimestre setembro-novembro, os núcleos por exclusão e por médias aparadas, com e sem suavização, acumularam valores equivalentes a taxas anualizadas de 6,3%, 7,3% e 6,2%, respectivamente. Tais valores são superiores à variação anualizada do índice pleno no mesmo período, que foi de 6,0%. Esse comportamento difere do observado em anos anteriores, quando o núcleo por exclusão subestimava a inflação de forma sistemática. Para o IPCA, a diminuição dos reajustes dos alimentos mais que compensou a variação dos preços monitorados no período.

A variação do IGP-DI também apresentou tendência de aceleração ao longo do trimestre setembro-novembro, passando de 0,48% para 0,82%. Esses percentuais são inferiores aos verificados no período junho-agosto, em função da forte desaceleração nos preços dos produtos agrícolas no atacado. A variação do IPA dos produtos industriais permaneceu em níveis elevados, neutralizando os ganhos com a menor variação nos preços dos produtos agrícolas. No acumulado do ano até novembro, o IPA industrial registrou aumento de 19,05%. Conforme destacado no “Relatório de Inflação” de setembro, os padrões históricos de repasse de preços industriais do atacado para o varejo sugerem que esse movimento do IPA industrial representa

fonte de pressão importante sobre o IPCA. É necessário, portanto, continuar acompanhando, nos próximos meses, o impacto sobre os preços no varejo das pressões identificadas no atacado. Conforme já mencionado nas Notas das reuniões do Copom, esse impacto dependerá fundamentalmente das condições prospectivas de demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação, e a constatação de que a transmissão não ocorreu até agora com a intensidade e a rapidez observadas em episódios anteriores não significa que a pressão tenha desaparecido em definitivo.

Inflação acumulada nos doze meses seguintes



As expectativas de mercado coletadas pela Gerin junto a analistas profissionais se alteraram no período de setembro a dezembro. A mediana das expectativas para o IPCA de 2004 recuou de 7,34%, no final de setembro, para 7,16%, em meados de outubro. Mas essa tendência reverteu-se desde então, observando-se um aumento para 7,31% no início de dezembro. A mediana das expectativas para 2005, por seu turno, aumentou de 5,70%, no final de setembro, para 5,90% em meados de novembro, mas recuou em seguida, reduzindo-se para 5,80% no início de dezembro. A postura mais ativa de política monetária implementada a partir de setembro será fundamental para que as expectativas para o próximo ano, cujos primeiros movimentos de queda foram relativamente modestos, alinhem-se progressivamente com o objetivo de política monetária para o ano.

Em relação à atividade, os dados do PIB divulgados pelo IBGE indicam manutenção da tendência de crescimento observada desde o segundo semestre de 2003. No acumulado até o terceiro trimestre do ano, o PIB apresentou crescimento de 5,3% em relação ao mesmo período do ano anterior. Nesse período, a indústria apresentou o melhor desempenho, com expansão de 6,3%, enquanto a agropecuária cresceu 5,6% e o setor de serviços, 3,8%. No terceiro trimestre, o PIB cresceu 1,0% em termos dessazonalizados em relação ao trimestre anterior. Segundo esse critério, a indústria apresentou o melhor desempenho, com forte aceleração de 2,8% o item serviços cresceu 0,7% e a agropecuária experimentou considerável desaceleração de 3,6%. Nota-se, ainda, importância crescente na sustentação do crescimento dos componentes da demanda doméstica, com destaque especial para a recuperação da formação bruta de capital fixo. As expectativas de mercado em relação ao crescimento do PIB para 2004 foram novamente reavaliadas para cima, passando de 4,5% no final de setembro para 5,0% em 3 de dezembro. As Contas Nacionais de 2003 foram revisadas pelo IBGE e a variação do PIB passou de um decréscimo de 0,2% para uma expansão de 0,5%, ou seja, percentual próximo ao crescimento de 0,6% estimado no “Relatório de Inflação” de setembro de 2004.

Com essa revisão, o crescimento do PIB em 2004 se torna ainda mais expressivo, pois se dá a partir de uma base maior que a antecipada originalmente.

A produção industrial medida pelo IBGE apresentou uma seqüência de seis meses consecutivos (fevereiro a agosto de 2004) de expansão na série dessazonalizada, padrão que não se observava desde 1994. Essa seqüência atipicamente monotônica foi interrompida em setembro, quando começou um processo de acomodação da atividade que teve prosseguimento em outubro. Tal comportamento não pode ser considerado indicador de que a tendência de crescimento esteja se revertendo. Conforme já salientado em Notas de reuniões do Copom, após uma seqüência mensal de resultados como os observados no passado recente, alguma acomodação seria plenamente esperada, pois taxas mensais de variação da produção industrial apresentam a característica de serem voláteis, com oscilações de curto prazo em torno de uma tendência de crescimento. Já a média móvel trimestral da série dessazonalizada indica expansão contínua da produção industrial desde fevereiro deste ano, mas em ritmo menos acelerado nos meses recentes.

No lado da demanda, o consumo das famílias cresceu 3,9% nos três primeiros trimestres do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior, segundo as Contas Nacionais do IBGE. As vendas do comércio varejista, de acordo com a PMC do IBGE, apresentaram crescimento de 9,27% em termos de volume e de 12,24% nas receitas nominais, no acumulado de janeiro a outubro, em relação ao mesmo período do ano anterior. Após longa seqüência de expansão, as vendas no varejo permaneceram estáveis entre agosto e outubro, segundo a série dessazonalizada. O crescimento do emprego e da massa salarial real sinaliza a manutenção do dinamismo das vendas no comércio nos próximos meses. No comércio exterior, em resposta ao elevado nível de atividade no mercado doméstico, as importações cresceram à taxa de 28,9% no período janeiro-novembro, em relação ao mesmo período do ano anterior. O dinamismo no mercado externo permitiu também que as exportações mantivessem forte expansão: 31,6% no período.

O bom desempenho das vendas e da produção refletiu-se favoravelmente no mercado de trabalho. Houve redução na taxa de desemprego aberto medida pelo IBGE, passando da máxima no ano de 13,1% em abril para 10,5% em outubro. Esse valor se iguala à taxa de dezembro de 2002, a menor taxa desde a mudança na metodologia para a apuração desse índice. Além disso, deve-se considerar que dezembro é um mês em que o nível de atividade é sazonalmente elevado e o nível de desemprego reduz-se consideravelmente, o que abre espaço

para ganhos adicionais em termos de emprego até o final do ano. O pessoal ocupado nas principais regiões metropolitanas do País cresceu 2,9% de janeiro a outubro em relação ao mesmo período do ano anterior. No mesmo período, a massa salarial real aumentou 1,6%. Dados da CNI mostram que a massa salarial real na indústria de transformação vem mantendo tendência de crescimento desde março de 2003. Os dados de emprego formal apurados pelo MTE, de abrangência nacional, registram criação de 1.796.347 novas vagas com carteira assinada nos dez primeiros meses do ano.

A melhora no mercado de trabalho, por sua vez, tem proporcionado uma fonte de sustentação crescente à expansão da produção e das vendas da indústria e do comércio varejista. Ao longo dos últimos meses, vem aumentando progressivamente a importância relativa dos setores mais sensíveis ao crescimento da renda, em detrimento dos setores mais sensíveis ao crédito. A produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis mostrou crescimento de 3,5% no período janeiro-outubro de 2004, em relação ao mesmo período do ano anterior. Já se observa, também, mudança qualitativa na composição das vendas no varejo, ganhando dinamismo os segmentos menos sensíveis ao crédito, como vendas em super e hipermercados. Essa mudança, favorecendo um maior equilíbrio entre diferentes setores em termos de ritmo de expansão, é característica da convergência da economia para um padrão de crescimento sustentado.

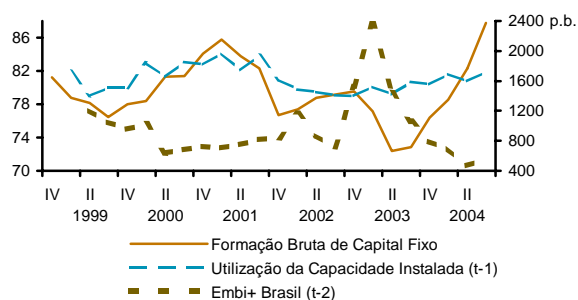
Os elevados níveis de vendas e produção, observados ao longo dos últimos meses, continuam a ter reflexos significativos no nível de utilização da capacidade instalada na indústria. Segundo dados da FGV, dessazonalizados pelo Banco Central, o nível de utilização atingiu 85,3% em outubro, o que representa o nível máximo da série desde 1990, superando a taxa até então recorde, verificada em abril de 1995, durante o rápido crescimento econômico registrado no primeiro ano do Plano Real. Por outro lado, segundo a CNI, o índice de utilização da capacidade instalada registrou ligeiro declínio de agosto a outubro, na série dessazonalizada, após ter atingido recorde histórico em agosto.

Dado o rápido preenchimento da capacidade instalada, o desempenho dos investimentos torna-se fundamental para que se evitem gargalos e pressões inflacionárias. Indicadores recentes têm ratificado a tendência de retomada dos investimentos, em relação ao nível deprimido observado em anos recentes. Segundo o IBGE, a formação bruta de capital fixo cresceu 11,8% no acumulado de três trimestres em relação ao mesmo período do ano anterior, ou seja, a mais alta taxa acumulada, segundo esse critério, desde 1995. Nos primeiros dez meses de 2004, a absorção doméstica de bens

de capital – produção mais importações menos exportações de bens de capital – foi 12,2% maior que no mesmo período do ano anterior, mesmo com a redução provocada nesse indicador pelo registro como produto exportado em outubro, de acordo com as normas vigentes, de uma plataforma petrolífera produzida e operada domesticamente. A produção doméstica de bens de capital, que se expandiu 21,8% no período, foi a principal determinante para o crescimento na absorção. A recuperação da formação bruta de capital fixo foi mais intensa desde o início da retomada, em meados de 2003, do que em períodos equivalentes das três retomadas anteriores. O resultado desse comportamento tem sido a elevação da taxa de investimento, de 19,8% em 2003 para 22,5% do PIB no primeiro semestre de 2004, segundo as Contas Nacionais do IBGE. No entanto, é importante ressaltar que, mesmo com a incorporação dos dados favoráveis de investimento registrados pelas Contas Nacionais no terceiro trimestre de 2004, as várias medidas de hiato do produto acompanhadas pelo Copom continuam indicando tendência de redução da margem de ociosidade da economia em termos agregados.

Investimento, Utilização da Capacidade Instalada e Risco-Brasil

UCI em %; FBFK base: 1998 IV = 81,2 (média da UCI)



Fontes: IBGE, FGV e JP Morgan

O gráfico ao lado mostra a correlação elevada que os investimentos têm com a capacidade instalada e, também, mesmo com uma defasagem um pouco maior, com o risco-Brasil. Como já foi salientado, o comportamento desses indicadores antecedentes sugere que os investimentos devem continuar em expansão ao longo dos próximos meses. Conforme observado, os dados de investimentos têm-se mostrado encorajadores, mas permanecem as incertezas mencionadas em Notas de reuniões recentes do Copom e em Relatórios de Inflação anteriores, a respeito da velocidade de ampliação mais imediata da capacidade produtiva e da tendência de crescimento de longo prazo do produto potencial da economia. É natural que tais incertezas se exacerbem em pontos como o atual, em que trimestres consecutivos de rápida expansão seguem-se ao padrão de crescimento lento e irregular dos últimos anos. Diante dos patamares de produção já alcançados, e mesmo com a tendência de arrefecimento da expansão da demanda, o ritmo de preenchimento do hiato do produto ainda representa um risco para a condução da política monetária.

6.2 Cenário principal: pressupostos e riscos associados

As projeções com as quais o Copom trabalha baseiam-se em um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis econômicas. Esse conjunto de hipóteses e

os riscos a elas associados compõem o cenário principal, com base no qual o Copom toma suas decisões.

Os mesmos riscos para a dinâmica inflacionária identificados no “Relatório de Inflação” de setembro continuam presentes. No ambiente interno, os maiores riscos estão associados às incertezas quanto à ampliação da capacidade produtiva da economia para atender à maior demanda por bens e serviços proporcionada pelo forte crescimento observado recentemente e ao comportamento das expectativas de inflação dos agentes privados. Embora as incertezas tenham se reduzido nos mercados financeiros internacionais, permanece ainda o risco representado pela alta volatilidade dos preços internacionais do petróleo.

No cenário doméstico, como mencionado na seção anterior, observam-se sinais nítidos de que o crescimento da economia está se disseminando por todos os setores. O processo que se iniciou nos setores mais sensíveis ao crédito inclui agora, em função do dinamismo no mercado de trabalho, os setores mais dependentes da renda. O elevado nível de expansão da economia, bem como a sua disseminação entre os setores, está refletido não apenas nos resultados do PIB do terceiro trimestre, como também na revisão do PIB de 2003, o qual mostra que, ao longo de 2004, o produto tem crescido sobre uma base maior do que a anteriormente estimada. Indicadores antecedentes e coincidentes sinalizam certo arrefecimento, tanto nas vendas como na produção, mas ainda é prematuro indicar qualquer tendência duradoura nesse sentido, dado que essas variáveis permanecem em níveis elevados e, em processo sustentado de crescimento, é natural que fases de expansão mais intensa se intercalem com períodos de ritmo mais moderado.

Nesse contexto, um foco importante de preocupação do Copom, em relação à dinâmica prospectiva da inflação, continua sendo o desempenho da oferta agregada nos próximos trimestres. Conforme mencionado anteriormente, o desempenho dos investimentos tem sido promissor, partindo do nível deprimido de anos recentes. Consolidar essa tendência é fundamental para que a economia amplie satisfatoriamente o seu potencial de crescimento. Apesar da tendência positiva nos investimentos, os indicadores do nível de utilização da capacidade permanecem elevados e as diferentes medidas acompanhadas pelo Copom continuam sinalizando fechamento do hiato do produto mesmo após a incorporação dos dados das Contas Nacionais referentes ao terceiro trimestre de 2004. Dessa forma, é necessário que a política monetária permaneça especialmente vigilante em relação ao ritmo de expansão adicional da demanda.

Outro fator de risco que continua merecendo atenção é a deterioração das expectativas de inflação dos agentes privados. A redução ocorrida entre as reuniões de novembro e dezembro do Copom nas expectativas para 2005 pode ser considerada relativamente modesta, tendo em vista os desenvolvimentos recentes que poderiam contribuir para arrefecer as pressões inflacionárias no próximo ano, tais como, os sinais de acomodação no ritmo de crescimento da economia, a apreciação da taxa de câmbio, a queda nos preços internacionais de importantes *commodities* e a sinalização inequívoca de uma postura mais restritiva de política monetária ao longo dos últimos meses. Para que se obtenha convergência da inflação para a trajetória de metas com menor volatilidade do produto, isto é, com menor impacto no nível de atividade, é importante que as expectativas convirjam com maior rapidez para os níveis almejados de taxa de inflação.

A variação recente dos preços industriais no atacado, com impacto potencial sobre os índices de preços no varejo, permanece como uma fonte adicional de risco para a inflação. A mera constatação de que o repasse para o varejo de aumentos de preços acumulados no atacado não ocorreu até agora com a intensidade observada historicamente não permite inferir que essas pressões se desvaneceram e não mais representam um risco latente para a inflação ao consumidor. Nessas circunstâncias, a pressão latente pela recomposição ou ampliação das margens de lucros exige da autoridade monetária atenção redobrada às tendências de repasse de aumentos de preços ao longo da cadeia produtiva e sinalização inequívoca de que a política monetária não abrirá espaço para a acomodação de impactos secundários de choques de custos.

Tal como no “Relatório de Inflação” de setembro, é importante alertar para que, em um ambiente mais propício à recomposição de margens, os reajustes salariais não sejam concedidos na presunção de que a política monetária acomodará seu repasse automático aos preços. A recuperação dos salários reais que vem sendo observada é crucial para a sustentação do crescimento econômico, mas a manutenção da estabilidade depende de que essa recuperação se dê mediante concessão de aumentos nominais consistentes com a hipótese de que a inflação permanecerá baixa, e não mediante a concessão de reajustes nominais mais generosos acompanhados de maior corrosão inflacionária no futuro.

No cenário externo, com o ambiente mais favorável nos mercados financeiros internacionais, inclusive com quedas adicionais nos preços do petróleo, o prêmio de risco-Brasil continuou em queda e o real apreciou-se em relação ao dólar. As perspectivas continuam favoráveis no sentido

de que o Fed dos Estados Unidos prossiga em sua política de aumento moderado nas taxas de juros. De fato, ao longo de 2004, exceto por um breve período no segundo trimestre, em que os mercados anteciparam uma possível mudança de postura pelo Fed, em função de dados localizados da economia norte-americana sinalizando crescimento do produto em ritmo mais acelerado, a situação de liquidez manteve-se favorável, materializando-se assim o cenário projetado nos Relatórios de Inflação e Notas das reuniões do Copom. Desde o final de 2003, o Copom vem trabalhando com um cenário de baixa probabilidade de movimentos abruptos na taxa de juros básica norte-americana, o que efetivamente acabou ocorrendo em 2004, com o Fed seguindo uma política de aumento gradual das taxas de juros. A continuidade do cenário favorável estará sujeita, conforme observado em ocasiões anteriores, à incorporação pelos agentes de novas informações sobre o desempenho esperado das economias industrializadas, especialmente dos Estados Unidos, e dos desenvolvimentos nos preços internacionais do petróleo. Os recentes movimentos na taxa de câmbio entre as principais moedas representam uma fonte adicional de preocupação, tendo em vista que um processo de ajuste desordenado, ao qual hoje se atribui consensualmente baixa probabilidade de ocorrência, traria importante instabilidade para os mercados financeiros internacionais.

Os preços do petróleo no mercado internacional, após terem registrado recordes históricos em outubro, vêm apresentando tendência de redução. Embora tenha havido recuo considerável em relação aos valores máximos de outubro, os preços ainda continuam em níveis elevados. Conforme destacado em Notas de reuniões recentes do Copom, as previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo continuam marcadas por grande incerteza, concentrada, no momento, nas dúvidas a respeito do alcance e da persistência da mudança recente de tendência. Em todo caso, a reversão da escalada de preços desde outubro permite vislumbrar, com maior segurança, condições no mercado de petróleo que referendem o cenário de projeção mantido pelo Copom, que continuou a tratar aquela deterioração mais intensa como um risco latente e não como parte de suas premissas básicas.

No campo doméstico, com os aumentos recentes nos preços dos combustíveis, a hipótese básica com a qual o Copom trabalha é a de que não ocorram novos reajustes em 2005. Caso venha a se materializar um cenário relativamente mais benigno para os preços do petróleo no mercado internacional do que o cenário básico de trabalho do Copom, é possível inclusive que surja espaço para que os preços domésticos dos derivados sofram alguma

redução ao longo do próximo ano. Conforme destacado nas Notas da reunião do Copom de setembro passado, quando se estabeleceu o objetivo de inflação de 5,1% para 2005, novos choques que venham a perturbar a dinâmica inflacionária serão tratados de forma assimétrica. Isso implica que o Copom tirará proveito máximo de eventuais choques favoráveis, como reduções não antecipadas nos preços dos combustíveis, uma oportunidade para reaproximar a inflação da trajetória de metas estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

O cenário de referência considera para os preços administrados por contrato e monitorados uma variação de 9,8% em 2004, com elevação em relação aos 8,5% previstos no último Relatório. A projeção de aumento para a gasolina foi elevada de 9,5% para 13,0% para 2004. Quanto aos demais preços monitorados em 2004, aumentou de 6,2% para 6,5% o reajuste previsto para o gás de botijão, enquanto que o do telefone fixo passou de 13,9% para 14,8%, reduzindo-se, por outro lado, as projeções de reajuste da energia elétrica residencial, de 11,5% para 10,0%. A partir de dezembro, o Copom passou a trabalhar com projeções desagregadas para os reajustes de preços monitorados em 2005, e a nova projeção para o conjunto desses preços é de 6,7%, 0,2 p.p. menor que a projeção de setembro. Estima-se reajuste de 0% tanto para a gasolina como para o gás de botijão. Em relação às tarifas de energia elétrica residencial, o valor projetado é de 9,5%. Quanto às tarifas de telefonia fixa, projeta-se aumento de 7,7% em 2005. O modelo de determinação endógena de preços administrados por contrato e monitorados projeta uma variação de 5,1% para 2006.

Ainda no cenário de referência, supõe-se a manutenção da taxa Selic em 17,75%, meta estabelecida pelo Copom na reunião de dezembro, além da taxa de câmbio constante em R\$2,75 até o final de 2006. Esse procedimento de manutenção de juros e câmbio constantes é padrão nas simulações consideradas pelo Copom, conforme mencionado em Relatórios de Inflação anteriores. O cenário de referência traçado é compatível com um *spread* para a taxa de *swap* pré-DI de seis meses de 2 p.b. para o último trimestre de 2004 e de 50 p.b. para o mesmo período de 2005 e 2006.

O ambiente externo menos volátil refletiu-se nas trajetórias de câmbio que caracterizam o cenário de mercado. Os valores estimados para a taxa de câmbio pelos analistas ficaram em R\$2,81 para o último trimestre de 2004 e em R\$2,99 para o último trimestre de 2005, menores, para ambos os períodos, do que os constantes do último Relatório (R\$3,02 e R\$3,17, respectivamente). Para o último trimestre de 2006, o valor

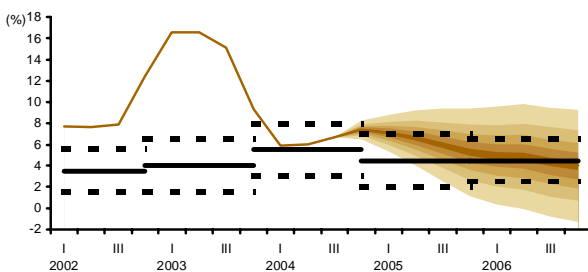
estimado é de R\$3,25. Ao mesmo tempo, os agentes privados reavaliaram também a trajetória prevista para a política monetária, elevando suas projeções para a taxa Selic de 16,42% para 17,04% ao final de 2004 e de 15,12% para 15,75% ao final de 2005. Para o final de 2006, a taxa Selic é projetada em 14,14%. Esses novos valores resultam em *spreads* projetados para o *swap* de 180 dias de 4 p.b. em 2004, de -42 p.b. em 2005 e de -232 p.b. em 2006. Os aumentos esperados para o cenário de mercado dos preços administrados por contrato e monitorados situam-se em 9,8% para 2004 e em 7,7% para 2005.

Para a política fiscal, os resultados obtidos até novembro de 2004 oferecem segurança adicional de que se verificará em 2004 e, nos próximos dois anos, a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário do setor público consolidado.

6.3 Previsão da inflação

Com base nos pressupostos acima e nos riscos a eles associados, conforme considerados pelo Copom, e utilizando o conjunto de informações disponível, foram construídas as projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres, utilizando as trajetórias de juros e de câmbio que constituem os cenários de referência e de mercado. No cenário de referência, supõe-se que a taxa de juros será mantida em 17,75% a.a., valor definido pelo Copom na reunião de 15 e 16 de dezembro últimos, e que a taxa de câmbio permanecerá constante em valor próximo ao vigente nos dias que antecederam a reunião (R\$2,75). No cenário de mercado, considerando as expectativas dos agentes coletadas pela Gerin, a taxa básica de juros da economia parte de uma média de 17,04% a.a. no último trimestre de 2004 e reduz-se a partir de então, alcançando 15,75% a.a. no quarto trimestre de 2005 e 14,14% a.a. no final de 2006. A trajetória para a taxa de câmbio parte de uma média de R\$2,81 no quarto trimestre de 2004 e atinge R\$2,99 e R\$3,25 nos últimos trimestres de 2005 e 2006, respectivamente.

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 17,75% a.a. (Cenário de referência)
Leque de inflação



Obs.: Inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

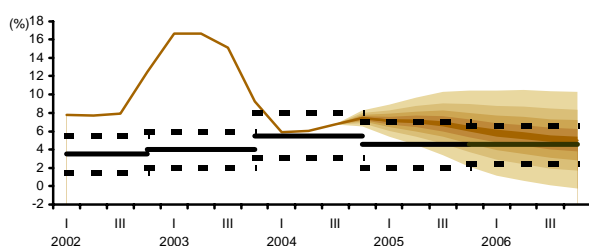
Inflação do IPCA, com juros constantes de 17,75% a.a. (Cenário de referência)

Período		Intervalo de confiança					Projeção central	
		50%						
		30%						
		10%						
2004	4	7,0	7,2	7,3	7,5	7,6	7,7	7,4
2005	1	6,4	6,7	6,9	7,2	7,5	7,8	7,1
2005	2	5,5	6,0	6,4	6,8	7,2	7,7	6,6
2005	3	4,5	5,1	5,7	6,2	6,7	7,3	5,9
2005	4	3,6	4,3	5,0	5,6	6,3	7,0	5,3
2006	1	3,1	3,9	4,6	5,3	6,0	6,9	5,0
2006	2	2,8	3,7	4,5	5,3	6,0	6,9	4,9
2006	3	2,2	3,1	4,0	4,7	5,6	6,5	4,4
2006	4	1,8	2,8	3,6	4,4	5,2	6,2	4,0

Obs.: Inflação acumulada em 12 meses em % a.a.

A previsão central associada ao cenário de referência para a inflação de 2004 indica um valor de 7,4%. A trajetória para a inflação acumulada em quatro trimestres ao longo de 2005 mostra tendência de redução, partindo de 7,1% no primeiro trimestre e fechando o ano em 5,3% – valor acima do objetivo de 5,1% adotado pelo Copom para a inflação de 2005. Essa redução da inflação está, em grande medida, associada ao processo de ajuste da taxa de juros básica realizada pelo Copom nos últimos meses e à valorização da taxa de câmbio. Conforme a tabela ao lado, entre o último trimestre de 2004 e o primeiro de 2005, a inflação acumulada

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros
Leque de inflação



Obs.: Inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros^{1/}

Período		Intervalo de confiança					Projeção central	
		50%	30%	10%				
2004	4	7,0	7,2	7,3	7,5	7,6	7,8	7,4
2005	1	6,5	6,8	7,0	7,3	7,6	7,9	7,2
2005	2	6,0	6,4	6,9	7,3	7,7	8,1	7,1
2005	3	5,4	6,0	6,5	7,1	7,6	8,2	6,8
2005	4	4,6	5,3	6,0	6,6	7,3	8,0	6,3
2006	1	3,9	4,7	5,4	6,2	6,9	7,7	5,8
2006	2	3,5	4,4	5,2	5,9	6,7	7,6	5,5
2006	3	3,1	4,0	4,8	5,6	6,4	7,3	5,2
2006	4	2,8	3,8	4,6	5,4	6,2	7,2	5,0

Obs.: Inflação acumulada em 12 meses em % a.a.

1/ De acordo com a Gerin.

Projeções do "Relatório de Inflação" de setembro de 2004

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2004 III	6,8	6,8
2004 IV	7,2	7,4
2005 I	6,9	7,3
2005 II	6,6	7,2
2005 III	6,0	6,8
2005 IV	5,6	6,4

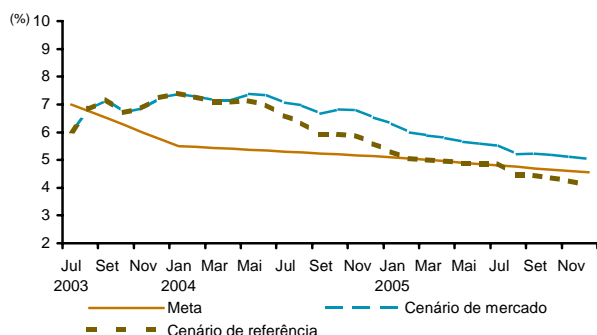
em quatro trimestres cai 0,3 p.p., em função da substituição da inflação particularmente elevada observada no início de 2004 (1,85% no primeiro trimestre) pela projeção de um valor menor para o mesmo período de 2005, 1,55%. Nos trimestres seguintes, a magnitude da redução se mantém praticamente inalterada, e, de acordo com o intervalo de confiança mostrado na tabela, a probabilidade de se superar o limite superior de tolerância para a meta de inflação de 2005 é de cerca de 25%, segundo o cenário de referência, abaixo da probabilidade apresentada no Relatório de setembro, que era de 31%. A tendência de redução da inflação é também verificada ao longo de 2006, quando a projeção da inflação acumulada em quatro trimestres inicia o ano em 5,0% e reduz-se até atingir 4% no último trimestre – fechando o ano, portanto, em valor abaixo do centro da meta para 2006.

O cenário de mercado – gráfico e tabela ao lado – apresenta previsão para a inflação acumulada em 2004 igual à do cenário de referência (7,4%). Todavia, por incorporar uma trajetória com depreciação para a taxa de câmbio e redução na taxa de juros ao longo do horizonte de previsão, o cenário de mercado projeta taxas de inflação mais elevadas do que o cenário de referência para os períodos subsequentes, de 6,3% para 2005 e 5,0% para 2006. Tanto para 2005 quanto para 2006, essas projeções se encontram acima do ponto central das respectivas metas. Tal como ocorre no cenário de referência, a inflação acumulada em quatro trimestres apresenta redução ao longo do horizonte de projeção, embora em menor grau, dadas a depreciação cambial e a redução de juros esperadas pelo mercado. Por esse motivo, refletindo uma projeção mais distante da trajetória das metas do que no cenário com juros e câmbio constantes, a probabilidade de se superar o limite superior da meta para a inflação de 2005 no cenário de mercado é maior, de cerca de 39%. Conforme descrito na seção 6.2, o cenário de mercado supõe inflação de preços monitorados de 7,7% para 2005, 1 p.p. maior que os 6,7% embutidos no cenário de referência. Para 2004, ambos os cenários supõem uma inflação acumulada de preços monitorados de 9,8%.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com aquelas divulgadas no Relatório anterior, cujas projeções centrais estão reproduzidas na tabela ao lado, mostra que, para 2004, houve pequena elevação (0,2 p.p.) nas projeções do cenário de referência, convergindo para os 7,4% projetados segundo o cenário de mercado no Relatório anterior e no atual. Para 2005, pode-se verificar que houve redução nas projeções dos dois cenários. Em setembro, o cenário de referência apontava para uma redução gradual da inflação, com a projeção central fechando o ano em 5,6%, 0,3 p.p. acima da atual. Esse

resultado se deve à redução da projeção da inflação de preços livres, que passou de 5,1% no último Relatório para 4,7% agora. Dentre os fatores que contribuíram para reduzir a projeção de inflação, destacam-se a elevação dos juros realizada pelo Copom, a valorização do câmbio e a menor estimativa para a inflação dos preços administrados em 2005 (que caiu de 6,9% para 6,7%). Tais fatores mais que compensaram o efeito sobre a inflação projetada do fechamento do hiato do produto, decorrente da continuação do processo de forte recuperação da economia, de acordo com os vários métodos de estimação utilizados pelo Banco Central.

Inflação acumulada nos doze meses seguintes

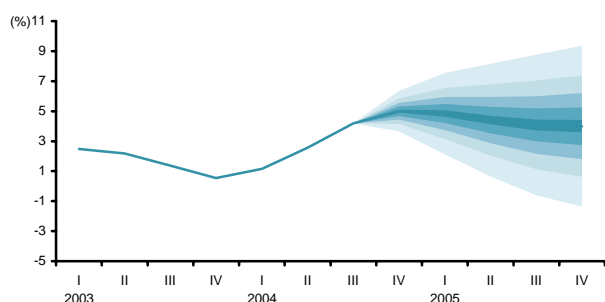


O gráfico ao lado mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses à frente, de acordo com os cenários de referência e de mercado deste Relatório, juntamente com a trajetória interpolada das metas para 2003 e 2004, do objetivo de 5,1% adotado pelo Banco Central para a inflação de 2005 e da meta para 2006. Essas trajetórias são construídas pela soma da inflação ocorrida até novembro de 2004 com as inflações projetadas a partir desse mês. Assim como discutido nos últimos dois Relatórios, de acordo com o cenário de referência, a inflação acumulada em doze meses à frente está acima da trajetória das metas a partir do terceiro trimestre de 2003, e, embora com alguma redução, permanece acima durante todo 2004. Apenas em meados de 2005, a inflação volta a situar-se abaixo da trajetória das metas, demonstrando a convergência para o ponto central da meta de 2006. No cenário de mercado, as projeções também ficam acima da meta a partir do terceiro trimestre de 2003 e, apesar da redução e da maior convergência que no Relatório anterior, ainda permanecem acima dessa trajetória até o final de 2005.

Variação do PIB com juros fixos em 17,75% a.a.

Cenário de referência

Leque do produto



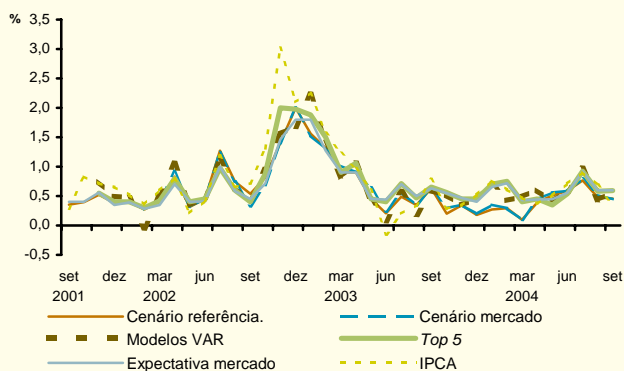
Apresenta-se, também, o leque de crescimento do produto, construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Deve-se enfatizar que os erros de previsão associados às projeções de crescimento do PIB são consideravelmente maiores do que no caso de projeções de inflação. Afinal, o modelo usado nas projeções trabalha com uma decomposição do produto em dois componentes que não são diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto – e, além disso, o cálculo do nível do produto é mais complexo e menos preciso do que o da inflação. De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2004 é de 5%, 0,6 p.p. maior do que o projetado no “Relatório de Inflação” de setembro, e para 2005 se prevê um crescimento de 4%.

Comportamento das Previsões de Inflação do Banco Central e do Mercado

O “Relatório de Inflação” de dezembro de 2003 apresentou um boxe com uma comparação entre as projeções de inflação do modelo estrutural básico do Banco Central do Brasil (utilizando as hipóteses dos cenários de referência e de mercado) e o comportamento das expectativas de inflação formadas pelos agentes do mercado coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin). Este boxe procura atualizar aquela comparação, utilizando dados mensais (os dados do boxe anterior eram trimestrais) e incorporando as projeções obtidas pelo Banco Central a partir dos modelos de vetores auto-regressivos (VAR) e as previsões de inflação das instituições *Top 5*.

Antes de mais nada, entretanto, deve-se ressaltar que os cenários construídos com base no modelo estrutural básico do Banco Central não são previsões no sentido estrito – isto é, tentativas de obter a melhor estimativa pontual possível da trajetória futura da inflação, dado o conjunto de informação disponível – mas exercícios de projeção condicionados a hipóteses muito específicas sobre a trajetória futura de câmbio e de juros, variáveis capazes de afetar de forma significativa a dinâmica dos preços. No caso do cenário de mercado, as trajetórias de câmbio e de juros são elas próprias projeções para o comportamento futuro dessas variáveis, mas de responsabilidade dos participantes da pesquisa da Gerin, e não do Banco Central. Já o cenário de referência incorpora trajetórias de juros e câmbio constantes, independentemente das chances de concretização dessas trajetórias, segundo procedimento padrão cujo papel é balizar a condução da política monetária e não propriamente produzir previsões acuradas de inflação.

Previsão da inflação um passo à frente



O gráfico ao lado apresenta as projeções um passo à frente dos modelos do Banco Central, dos agentes do mercado (mediana das expectativas e instituições *Top 5*) e a inflação efetiva para o período de setembro de 2001 a setembro de 2004. Como já enfatizado no box do Relatório de dezembro de 2003, os modelos do Banco Central foram melhores do que a mediana das expectativas de mercado e do que as projeções das instituições *Top 5* na previsão do recuo das taxas observado a partir do final do segundo trimestre de 2003. Por outro lado, as projeções do mercado conseguiram prever melhor do que o modelo estrutural do Banco Central o movimento de aceleração da inflação ocorrido no início de 2004, quando as previsões, tanto no cenário de referência quanto no cenário de mercado, subestimaram a inflação do período. Destaque-se, todavia, que as previsões dos modelos VAR do Banco Central acompanharam de perto a taxa de inflação ocorrida.

Erro absoluto médio das previsões mês a mês

Setembro de 2001 a setembro de 2004

	1 passo	2 passos	3 passos	6 passos	12 passos
Gerin	0,24	0,40	0,45	0,54	0,58
Top 5	0,20	0,36	0,45	0,54	0,59
Cenário referência	0,23	0,31	0,41	0,57	0,65
Cenário mercado	0,24	0,34	0,45	0,59	0,61
Modelos VAR	0,20	0,33	0,48	0,55	0,45

Erro absoluto médio das previsões mês a mês

Setembro de 2001 a setembro de 2004 – Excluindo o quarto trimestre de 2002

	1 passo	2 passos	3 passos	6 passos	12 passos
Gerin	0,19	0,30	0,33	0,40	0,40
Top 5	0,17	0,27	0,33	0,40	0,43
Cenário referência	0,19	0,22	0,29	0,43	0,49
Cenário mercado	0,19	0,23	0,32	0,44	0,46
Modelos VAR	0,15	0,24	0,35	0,39	0,15

As tabelas ao lado apresentam os erros absolutos médios das previsões mensais dos diversos modelos e das expectativas de mercado para vários horizontes de tempo à frente. A primeira tabela considera todo o período de 2001:9 a 2004:9, enquanto que a segunda mostra o mesmo período, mas retirando-se o quarto trimestre de 2002. A primeira tabela mostra que, à medida que aumenta o horizonte de tempo das previsões, os erros se elevam, uma vez que a incerteza da previsão um passo à frente é menor que a da previsão doze passos à frente. Em especial, quando se comparam as duas tabelas, pode-se observar que nenhuma das projeções conseguiu captar adequadamente o rápido movimento de aceleração da inflação entre o último trimestre de 2002 e o segundo trimestre de 2003 (veja também no gráfico acima). Os erros foram maiores em todas as projeções (tanto do mercado quanto do Banco Central) quando se consideram os dados com o quarto trimestre de 2002. Isso já havia sido verificado no box do Relatório de dezembro de 2003. Adicionalmente, para todos os horizontes de previsão, pelo menos um dos modelos do Banco Central prevê melhor que o mercado, com destaque para os modelos auto-regressivos em horizontes de previsão maiores.

No caso das previsões para a inflação acumulada para os diferentes horizontes, quando se considera todo o período, os erros absolutos médios das expectativas de mercado e das projeções do

Erro absoluto médio das previsões da inflação acumulada à frente

Setembro de 2001 a setembro de 2004 – Excluindo o quarto trimestre de 2002

	3 meses	6 meses	12 meses
Gerin	0,65	1,37	3,19
Top 5	0,60	1,38	3,21
Cenário referência	0,52	1,37	3,39
Cenário mercado	0,52	1,31	3,05
Modelos VAR	0,50	1,08	1,93

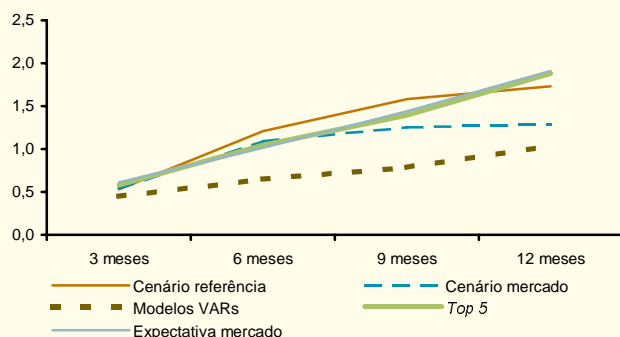
Erro absoluto médio das previsões da inflação acumulada à frente

Janeiro de 2003 a setembro de 2004

	3 meses	6 meses	12 meses
Gerin	0,61	1,01	1,91
Top 5	0,58	1,04	1,88
Cenário referência	0,53	1,21	1,73
Cenário mercado	0,54	1,09	1,29
Modelos VAR	0,44	0,65	1,03

Erro absoluto médio – Previsão da inflação acumulada

Período iniciado em 2003



modelo estrutural do Banco Central são, de uma forma geral, bastante semelhantes, com pequena vantagem para os modelos do Banco Central nos horizontes de três e seis meses. A tabela ao lado apresenta os erros absolutos médios de previsão, desconsiderando o quarto trimestre de 2002. Percebe-se que os valores dos erros foram relativamente elevados tanto nas projeções do mercado quando nas do Banco Central, especialmente para doze meses à frente. Três fatores contribuem de forma mais significativa para esses resultados. Primeiro, como já enfatizado, no segundo semestre de 2002 e no início de 2003, refletindo o aumento das incertezas associadas ao processo eleitoral, os preços apresentaram uma dinâmica não captada corretamente pelos modelos econométricos. Segundo, choques são difíceis de prever com tanta antecedência. Terceiro, no caso da inflação acumulada doze meses à frente, os erros ocorridos em um mês são carregados por muito mais tempo nas estatísticas. Ressalte-se que os dados demonstram grande precisão dos modelos VAR, com destaque para a previsão da inflação acumulada doze meses à frente.

Por fim, observa-se significativa redução nos erros absolutos médios das previsões de inflação quando considerado o período mais recente. A tabela e o gráfico ao lado apresentam os dados relativos às previsões a partir de janeiro de 2003. Reforçando os fatores mencionados acima, a redução foi maior para as previsões doze meses à frente. Para o horizonte de três meses, o modelo estrutural do Banco Central, em ambos os cenários, foi melhor que as expectativas dos agentes do mercado. O inverso ocorreu para o horizonte de seis meses, com ligeira vantagem das expectativas de mercado. No caso das previsões mais longas (doze meses), a vantagem dos modelos do Banco Central foi maior, com erros de 1,73% no cenário de referência e 1,29% no cenário de mercado, contra 1,91% e 1,88% da mediana das expectativas e das instituições Top 5, respectivamente. Considerando todos os modelos, os VAR do Banco Central apresentaram menor erro em todos os horizontes, com valores de 0,44%, 0,65% e 1,03%, para três, seis e doze meses, respectivamente. Essa maior precisão na previsão de inflação observada na análise do período recente, reflete o aprimoramento da capacidade preditiva dos modelos utilizados pelo Banco Central do Brasil e pelos analistas do mercado, além da ausência de fortes choques exógenos aos modelos econométricos.

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 mercado¹. 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>