

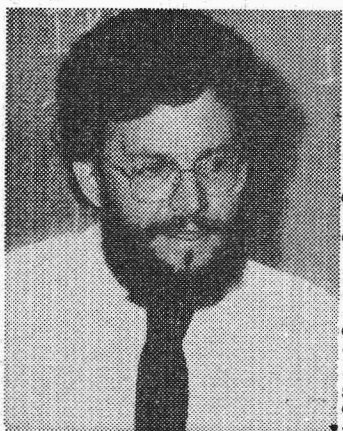
Indicadores financeiros refletem inflação de 87

Francisco de Assis

As expectativas inflacionárias, definitivamente incorporadas ao campo teórico da ciência econômica, desempenham papel importante na explicação das principais variáveis macroeconômicas, a começar, obviamente, pela própria taxa de inflação. A taxa esperada de inflação influencia a taxa efetiva através de seus efeitos na demanda global e na oferta global da economia. Em resumo, se os agentes econômicos — consumidores e investidores de um lado, empresários e assalariados de outro — se comportam tendo como expectativa um aumento futuro da taxa de variação dos preços, este aumento acaba ocorrendo de fato. Os analistas econômicos recorrem frequentemente às noções acima resumidas na defesa de seus pontos de vista ou na formulação de suas previsões. A falta de medida empírica precisa, baseiam-se na intuição e nas opiniões de agentes de mercado para inferir sobre a relação existente entre os fatos econômicos, os índices de inflação e as taxas esperadas de inflação.

Recentemente alguns analistas brasileiros ressaltaram a discrepância entre as expectativas inflacionárias deste final de ano e início do próximo e os fatos, na base dos quais se encontra, possivelmente, o resultado do IPC de dezembro. A Opinião é que as expectativas estão além dos fatos em termos inflacionários, por mais negativos que tenham sido os resultados da política antiinflacionária do Plano Bresser. Isto é, de acordo com esse raciocínio, a sociedade estaria pessimista em demasia. O argumento que desenvolvemos neste artigo contraria referida avaliação. Seguimos a perspectiva de curto prazo e utilizamos os dados dos mercados futuros de OTN e Câmbio-Cruzado como indicadores das expectativas inflacionárias dos agentes econômicos que lidam nestes mercados. Assim, mostramos que há uma estrita relação entre os fatos da economia e as taxas esperadas de inflação. Numa referência à questão mais importante das expectativas de longo prazo, são ressaltadas as razões por que a variação mensal do IPC de dezembro não deve ser considerada evidência suficiente da reversão do processo inflacionário ou mesmo de sua estabilidade.

Vejamos, em primeiro lugar, os fatos observados em novembro e que tiveram influência marcante nas expectativas inflacionárias de curto prazo. Objetivamente, no período de dez a trinta de novembro ocorreram vários reajustes de preços de produtos controlados e das tarifas dos serviços públicos, além da liberação do controle pelo CIP e SUNAB de produtos cujos preços estavam mantidos artificialmente baixos. A indústria e alguns segmentos do varejo realizaram uma generalizada remarcação preventiva de preços dada a suposta iminência de choque tarifário e de congelamento, amplamente explorada pela imprensa. Naquela fase, caso os índices fossem medidos em intervalos de dez dias, isto é, pela comparação de preços médios observados nesse espaçamento (ao invés de trinta como o usual), provavelmente seria atingido o patamar de 20% a 25%. Diante deste quadro as taxas esperadas de inflação expressas nos mercados futuros de OTN e Câmbio-Cruzado, alcançaram níveis bastantes elevados: 20,8% a 24,0%, para janeiro e fevereiro pela OTN e 20,1% e 22,1% para janeiro e março se medida pelo câmbio, conforme pode ser observado nas figuras 1 e 2, que retratam as trajetórias das taxas esperadas de inflação, referentes ao período de 16 de novembro a 18 de dezembro, expressas nos correspondentes mercados futuros. Novos fatos se sucederam no início de dezembro: a negativa do governo quanto ao choque tarifário, a eliminação da possibilidade de congelamento de preços com o enfraquecimento do Ministro Bresser, a realidade do excesso de estoques nas indústrias em pleno fim de ano, os primeiros indicadores do comércio para dezembro e a própria estimativa do IBGE para a variação do IPC de dezembro. Como consequência, as taxas cederam para a faixa de 16% a 18%.



Francisco de Assis Moura de Melo é economista, pesquisador do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC) e gerente-técnico da S/A DTVM.

Outro aspecto marcante dessa experiência é a alta variabilidade da taxa esperada de inflação. Também aqui há uma correspondência com os fatos relevantes (congela, não congela; há choque, não há choque) e com a própria variabilidade da taxa de inflação observada em 1987, cuja intensidade não tem par na história da inflação brasileira.

O segundo ponto trata do valor informativo da variação do IPC do mês e sua relevância nas expectativas de longo prazo. Nesta questão, discordamos da importância atribuída ao índice mensal, um vício comum a ministros da área econômica e a analistas incautos. O fato é que a carga informacional do índice do mês é precária como medida ou indicador da reversão da tendência inflacionária. As razões são: quanto à estrutura de pesos, esta reflete um padrão de consumo anual e não mensal e, certamente, o mês de dezembro é o mais atípico; quanto à estimação das variações dos preços dos bens e serviços, argüimos por sua alta sensibilidade a situações efêmeras de mercado que ocorrem amiúde nos meses de dezembro e janeiro. Acrescente-se a esses problemas a não comparabilidade entre os índices IPC (medido entre 16 do mês anterior a 15 do mês de referência) e o INPC (medido no mês civil), porque os métodos de cálculo não permitem, aliás não permitem sequer uma interpretação segura entre suas relações (inclusive, para produtos com variação elevada de preços entre locais de compra pode ocorrer situações em que o número índice do INPC seja menor que o do IPC, mesmo se os preços se mantêm estáveis ou em declínio). De sorte que o fato de o IPC de dezembro ser menor que o INPC de novembro não autoriza uma conclusão favorável à hipótese de redução da taxa de inflação. Na verdade uma medida da inflação subjacente ou da tendência inflacionária pode ser obtida mediante simples médias móveis. Assim procedendo, não se observa qualquer indicação precisa de que o processo inflacionário esteja se revertendo ou se estabilizando.

Como conclusão podemos afirmar que a evidência recente indica que os mercados futuros de OTN e Câmbio-Cruzado expressaram, com fidedignidade, os fatos relacionados aos preços da economia brasileira no período sob avaliação. Em perspectiva de médio e longo prazos, acreditamos que predominam as expectativas de elevadas taxas de inflação, formadas mediante a avaliação do comportamento de variáveis macroeconômicas, como o aumento do déficit público de 2,8% em 1986 para 6,5% em 1987 e a recente expansão da base monetária. Por fim, uma questão importante precisa ser posta: os efeitos das expectativas inflacionárias de curto prazo, manifestadas nos mercados financeiros, na taxa efetiva de inflação. Trata-se de tema para pesquisas mais profundas. No entanto, reafirmamos que o processo inflacionário que estamos experimentando tem origens antigas, agravado com a ausência de política antiinflacionária desde 1985 e que seus momentos de maior intensidade, neste ano, foram determinados muito mais em função da suposta iminência de choques tarifários e de congelamento de preços do que resultantes de antecipação de demanda ou mesmo aumentos salariais decorrentes de expectativas inflacionárias.