

NOTAS SOBRE A PRÁTICA DOS ECONOMISTAS DE MERCADO NO BRASIL

FREDERICO ARAUJO TUROLLA
MARIA FERNANDA FREIRE DE LIMA
MARIO ANTONIO MARGARIDO

Resumo: Este artigo trata da prática dos economistas na projeção de indicadores econômicos e na construção de cenários macroeconômicos para seu uso em ambientes de negócios e de decisão financeira no Brasil.

Palavras-chave: Cenário econômico. Indicadores econômicos. Análise de conjuntura. Projeções. Economistas.

COMMENTS ON THE PRACTICE OF MARKET ECONOMISTS IN BRAZIL

Abstract: This article is about the practice of economists in the projection of economic indicators and the construction of macroeconomic scenarios for its use in business environments and financial decision-making in Brazil.

Key words: Economic scenario. Economic indicators. Analysis of the economic situation. Projections. Economists.

A projeção do comportamento futuro de indicadores econômicos e a elaboração de cenários macroeconômicos são importantes desafios dos economistas dedicados à análise macroeconômica. Essas atividades rotineiras de departamentos de pesquisa econômica de bancos, consultorias, institutos e de algumas grandes empresas constituem desafios inerentes à própria incerteza da vida humana e econômica, e também estão cercadas por problemas de consistência metodológica, de confiabilidade dos dados e de operacionalização, entre outros. Adicionalmente, um elemento fundamental da atividade é que seu uso no ambiente de negócios exige velocidade e agilidade que, muitas vezes, são incompatíveis com o rigor científico, com a reflexão e mesmo com o aprofundamento analítico.

Este artigo procura reunir alguns elementos e reflexões sobre as atividades realizadas principalmente pelos macroeconomistas de mercado, que também poderiam ser chamados de analistas de conjuntura. Em particular, estas atividades incluem a projeção de indicadores e a construção de cenários macroeconômicos, para uso em ambientes de negócios e de decisão financeira, no Brasil. O artigo não tem pretensões científicas rigorosas e procura apenas explorar fatos estilizados da profissão dos economistas, caracterizando sua atuação. Como se desconhecem outras contribuições no mesmo sentido, o intuito é apenas de que o artigo sirva de base para

caracterizações mais acuradas dos aspectos aqui tratados, sem esgotar o assunto nem oferecer avaliações completas.

O artigo é composto por cinco seções, além desta introdução. A primeira seção discute a divisão dos economistas em categorias analíticas e a prática de construção de cenários econômicos e de projeções. Em seguida, analisam-se os blocos típicos dos cenários comumente produzidos e distribuídos no mercado. Os elementos de projeção com base na metodologia de séries temporais e o sistema de expectativas de mercado no Brasil compõem a terceira e quarta seções. Finalmente, a última seção apresenta comentários sobre os assuntos discutidos no artigo.

A PRÁTICA DOS ECONOMISTAS DE MERCADO

Há pelo menos três tipos de economistas: os acadêmicos, que estudam os fenômenos com maior rigor; os economistas de políticas públicas, que desenham e implementam as políticas no setor público; e os de mercado, que, de maneira geral, procuram oferecer respostas rápidas a perguntas aplicadas, dando subsídio a decisões de negócios. Este trabalho se volta para esta última categoria, a dos economistas de mercado.

Embora seja útil a distinção analítica entre os três grupos de economistas, esta não é estanque nem precisa. No Brasil, como em outros países, economistas acadêmicos frequentemente emitem opiniões por meio da imprensa e de relatórios especializados e alguns deles atuam como consultores de negócios. Em contrapartida, há reconhecidos economistas e analistas de mercado que possuem carreira acadêmica relevante, paralela ou alternada no tempo com as funções de negócios. É comum também que economistas que participam da formulação de políticas públicas advenham do setor público. Há, ainda, o importante grupo de economistas que atuam em entidades de classe ou associações, os quais, embora realizem atividades de economistas de mercado, participam ativamente da proposição de políticas públicas, notadamente aquelas com impacto setorial de interesse de seus representados. A classificação aqui proposta tem finalidade analítica e o estudo circunscreve-se à produção de análise macroeconômica aplicada.

Com enfoque em outro aspecto relevante, Castro (1975, p. 535) já notava que

o grande percalço à avaliação do mercado para os economistas está nas empresas. Não há um acordo nem mesmo [...] quanto às funções legítimas do economista dentro de uma empresa comercial ou industrial. Empresas de grande porte, naturalmente, têm departamentos de análise conjuntural e de definição de política e expansão. Nestes departamentos é clara a pertinência da formação oferecida nas Escolas de Economia. Sem embargo, mesmo nas poucas dezenas de empresas brasileiras muito grandes que se podem dar ao luxo desse tipo de serviço interno, o número de pessoas absorvidas é relativamente pequeno. Afora esse caso simples, persiste o desencontro entre as funções do economista nas empresas.

A análise de conjuntura é, assim, uma atividade pertinente ao campo dos economistas de mercado. Apesar de sua importância, a prática de construção de cenários e de elaboração de projeções macroeconômicas para uso corrente no ambiente de negócios tem recebido relativamente pouca atenção da literatura acadêmica brasileira, porém, consiste em assunto extensivamente tratado na literatura acadêmica internacional (LAMONT, 2002, p. 265). Quais os motivos para tanto? Uma possibilidade reside na visão, algumas vezes justificada, de que a construção de cenários e projeções, da forma correntemente realizada nos mercados e voltada para o consumo em decisões financeiras e de negócios, carece do necessário rigor científico e de embasamento metodológico sólido.

De fato, as necessidades cotidianas de negócios exigem velocidade e, frequentemente, essa exigência dificulta a elaboração de cenários e projeções com o rigor científico e a profundidade de reflexão que, em geral, caracterizam a produção acadêmica. Com isso, muitos cenários e projeções são elaborados e distribuídos sem o rigor da análise econométrica, ou têm como ponto de partida análises que não se baseiam em modelos macroeconômicos gerais e de consistência.

Outro motivo pode estar relacionado à oferta de profissionais. A profissão de economista no Brasil é relativamente pequena diante de outras: em 2008, fo-

ram 6,7 mil concluintes em Economia, em comparação a 85 mil em Direito, 139,9 mil em Administração, 27 mil em Jornalismo e 16,2 mil em Psicologia. O diferencial entre as profissões pode estar relacionado às dimensões da demanda, mas é muito difícil avaliar parâmetros de demanda por categorias profissionais, tanto em termos positivos quanto nas análises que enveredam por considerações normativas sobre os tipos de profissionais que deveriam ser ofertados ou requisitados no país.

Provavelmente, uma parcela bastante pequena dos economistas formados a cada ano dedica-se à análise de conjuntura, e mesmo a funções típicas de economista. A maioria desenvolve tarefas em que se pode avaliar a “pertinência da formação oferecida nas Escolas de Economia” apontada por Castro (1975).

A consideração mais completa da atividade dos economistas de mercado pode envolver, de forma útil, a caracterização comportamental, a qual, entretanto, não será considerada neste artigo. Por exemplo, Lamont aponta que “projeções macroeconômicas aparecem em duas variedades: objetos estatísticos produzidos por modelos mecânicos e objetos econômicos produzidos por seres humanos” (LAMONT, 2002, p. 265). Para o autor, os últimos objetos são “econômicos” no sentido de que não são desenhados para minimizar erros quadráticos de projeção; em vez disso, podem ser definidos para

otimizar lucros ou salários, credibilidade, valores de choque, marketability, poder político (no caso de projeções governamentais), ou mais genericamente para minimizar alguma função de perda (LAMONT, 2002, p. 265).

Em outras palavras, as projeções de indicadores e os cenários macroeconômicos podem estar recheados de vieses ligados a comportamento estratégico por parte de seus *forecasters*.

A próxima seção caracteriza, em termos típicos, o cenário econômico, uma construção não rigorosa e que é, frequentemente, o *output* principal da atividade dos economistas de mercado. Em geral, as análises de conjuntura têm como sumário, ou resultado, um cenário econômico. Em seguida, serão analisadas as

ferramentas quantitativas, notadamente a econometria de séries temporais.

O CENÁRIO ECONÔMICO

De forma não rigorosa, o cenário econômico tem sido visto como uma construção sistemática de um conjunto de indicadores inter-relacionados, que descrevem o comportamento passado e a percepção sobre as perspectivas de uma economia ou de um conjunto de economias.

Tipicamente, o cenário econômico é dividido, em termos analíticos, em alguns grandes blocos de variáveis, os quais se mostram bastante diversificados. O Quadro 1 traz uma classificação usual nos cenários produzidos pelos economistas de mercado e os seus blocos são detalhados a seguir.

ATIVIDADE ECONÔMICA

Os indicadores de atividade econômica que costumam constar dos cenários mais usuais referem-se à variação do Produto Interno Bruto – PIB real e seus componentes, principalmente pelas óticas da oferta (divisão em grandes setores) e demanda (componentes da demanda agregada). O PIB é a variável-síntese das Contas Nacionais. Segundo Bresser-Pereira e Nakano (1972, p. 1),

a Contabilidade Social é o conjunto de estatísticas de ordem econômica, preparadas e sistematizadas com o objetivo de possibilitar uma visão quantitativa, a mais precisa possível, da economia de um país. É uma síntese contábil dos fatos que caracterizam a atividade econômica de um país.

De acordo com Young e Motta (1995), a sistematização das contas nacionais remonta às décadas de 1930 e 1940. Os Estados Unidos começaram a publicar regularmente essas contas em 1947. No Brasil, a Fundação Getúlio Vargas iniciou os trabalhos de Contabilidade Nacional em 1949, e permaneceu como organismo encarregado de seu levantamento até 1986. A partir de então, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE assumiu a responsabilidade pelo cálculo.

Quadro 1

Componentes Usuais do Cenário Econômico

Bloco	Variáveis usualmente acompanhadas
Atividade econômica	Variação do PIB real; componentes pelas óticas da demanda, oferta e renda Taxa de investimento em relação ao PIB
Preços	Índices de preços ao consumidor (IPCA/INPC e outros) Índices Gerais de Preços (família IGP)
Política monetária e crédito	Estrutura a termo da taxa de juros: vértices selecionados Crescimento da base monetária e meios de pagamento Indicadores de crédito
Setor público	Necessidades de financiamento do setor público, conceitos primário e nominal Dívida líquida e bruta do setor público; dívida mobiliária federal e sua composição
Setor externo e câmbio	Balanço de pagamentos e seus componentes Reservas internacionais Taxa de câmbio: nominal, real e efetiva
Outras variáveis financeiras	Índice de bolsa de valores (Ibovespa)
Economia internacional	Principais indicadores de economias selecionadas: variação do PIB real, preços, saldo fiscal, saldo externo

Fonte: Elaborado pelos autores.

A periodicidade de apuração dessas variáveis das contas nacionais, contudo, é relativamente longa (trimestral), o que costuma ensejar o uso de variáveis divulgadas mais frequentemente, como a produção industrial, as vendas do comércio e outras denominadas variáveis *proxies*. Estas variáveis são igualmente úteis em alguns contextos setoriais, independentemente de sua importância no preenchimento das lacunas geradas pela periodicidade das contas nacionais trimestrais, como antecipação dos números do PIB passado ainda não divulgados.

PREÇOS

Carmo (2004) cita Boskin et al. (1998, tradução livre), segundo os quais “a mensuração adequada dos preços e da sua taxa de variação, a inflação, é central a praticamente toda questão econômica”. Carmo (2004, p. 1) defende ainda que

Índices de Preços ao Consumidor são, provavelmente, as estatísticas econômicas divulgadas com maior

frequência e destaque no Brasil. Mesmo os indicadores de desemprego e de produto não merecem a mesma atenção na mídia.

Isso reflete, segundo o autor, a importância desses indicadores tanto na condução da política monetária quanto na correção de uma ampla gama de contratos, públicos e privados. Estes contratos incluem, por exemplo, títulos públicos como as Notas do Tesouro Nacional – NTN-B e NTN-C, que fazem parte do patrimônio de um grande número de famílias brasileiras, seja por aquisição direta e autogestão por meio do Tesouro Direto, seja por constar do portfólio de instrumentos de investimento de longo prazo, como em entidades abertas e fechadas de previdência. Com isso, os principais índices de preços constam de vários cenários econômicos, incluindo projeção de seu comportamento futuro.

Devido ao passado de hiperinflação, o Brasil desenvolveu um cardápio de indicadores de inflação. Os dois principais grupos desse tipo calculados atualmente no país são:

- índices de preços ao consumidor: têm como base a Pesquisa de Orçamento Familiar e aproximam a variação do custo de vida das famílias. O Brasil possui vários índices de preços ao consumidor, entre eles o IPC da Fundação Getúlio Vargas; o Sistema Nacional de Índice de Preços ao Consumidor do IBGE, que inclui o INPC e o IPCA; e o IPC da Fipe;
- índices gerais de preços – IGP: calculados pela Fundação Getúlio Vargas, têm origem nos anos 1940, antecedendo a própria sistematização do Sistema de Contas Nacionais, que ocorreu na segunda metade daquela década. A família IGP é composta por três índices, que diferem entre si pelo período de coleta dos preços: IGP-DI, referente ao mês-calendário; IGP-M, criado em 1989, calculado de 21 do mês anterior ao dia 20 do mês corrente; e IGP-10, calculado de 11 do mês precedente a 10 do mês corrente.

POLÍTICA MONETÁRIA E CRÉDITO

Os indicadores de política monetária, provavelmente, apresentam a natureza mais técnica entre os blocos básicos selecionados neste artigo. Embora a condução da política monetária seja de interesse geral, o acompanhamento técnico dos indicadores respectivos costuma se restringir a tesourarias de instituições financeiras que lidam com o mercado monetário e a consultorias especializadas. Por isso, esse bloco nem sempre aparece nos cenários. Os principais indicadores dizem respeito aos agregados monetários da economia, notadamente o ritmo de expansão da base monetária e dos meios de pagamentos.

SETOR PÚBLICO

As contas do setor público são representadas, principalmente, em termos de estoques, pelos indicadores do endividamento e, em termos de fluxos, pelas necessidades de financiamento do setor público.

A medida mais ampla e conhecida disponível para a avaliação da situação patrimonial do setor público brasileiro é a Dívida Líquida do Setor Público – DLSP. Esta corresponde à soma de todos os passivos

de todos os níveis do setor público, deduzidos dos ativos financeiros detidos por estes, como as disponibilidades de caixa e créditos a receber. A utilização do conceito de dívida líquida fundamenta-se, conforme Goldfajn (2002), porque esta medida aproxima-se de um conceito de patrimônio líquido do setor público. É internacionalmente reconhecida como uma boa medida da posição do estoque de endividamento do setor público.

Para algumas finalidades, é útil observar somente o total de passivos. Neste caso, trata-se do conceito de dívida bruta, que representa o estoque de passivos públicos, sem descontar os haveres que compõem a dívida líquida. Esse conceito é empregado principalmente em ambientes de comparação internacional, pois o estoque de passivos públicos, em geral, constitui-se majoritariamente de títulos amplamente negociados em mercados, o que torna este estoque razoavelmente transparente. Os ativos públicos são menos transparentes: primeiro, por estarem sujeitos à decisão de inclusão ou não na contabilidade da dívida, o que em geral obedece ao critério de alta liquidez. Segundo, por frequentemente não serem negociados em mercados, não contando com boas referências para a sua valoração. Por exemplo, os critérios de convergência da União Europeia para a dívida pública utilizam o conceito bruto.

SETOR EXTERNO

As contas do setor externo estão, principalmente, contidas nos fluxos do balanço de pagamentos e na variação das reservas internacionais, que está ligada ao seu resultado. A definição de balanço de pagamentos, apresentada por Simonsen e Cysne (1989), esclarece sua finalidade: “registro sistemático das transações entre residentes e não residentes de um país durante determinado período de tempo”. Registra, portanto, as transações que envolvem divisas cambiais além das fronteiras de países. Para sua finalidade, não importa o tipo de agente envolvido na transação, se governo, empresa, entidade ou indivíduo. Há, também, indicadores de estoques de endividamento externo e, em sentido mais amplo, de passivos externos da economia.

ECONOMIA INTERNACIONAL

De maneira geral, pode-se dizer que o acompanhamento da economia internacional em cenários econômicos sobre o Brasil segue, em linhas gerais, o conjunto dos blocos descritos para o cenário brasileiro. Assim, frequentemente o cenário internacional contém um pequeno número de variáveis selecionadas que representam cada um dos blocos que usualmente compõem os cenários econômicos: atividade, preços, setor público, setor externo e variáveis financeiras. Em geral, quando se escolhe apenas um indicador, este é a variação do PIB real de cada país; outro indicador comum é o de preços; quando são apresentados outros, em geral constam os saldos fiscal e externo e/ou a taxa básica de juros e a taxa de câmbio.

A confiabilidade dos dados constitui um aspecto relevante na elaboração de cenários econômicos. Os sistemas de contas nacionais, assim como a produção de quaisquer outros indicadores macroeconômicos, enfrentam importantes problemas de mensuração. No caso das contas nacionais, para Paulani e Braga (2007, cap. 3), há várias naturezas de problemas, tais como: as dificuldades técnicas, como as que decorrem da existência de inflação e as questões ligadas à comparabilidade internacional; as complicações de natureza operacional, como a presença de informalidade; e ainda os problemas conceituais, como a presença de atividades não monetizadas e a questão do meio ambiente.

Esses problemas são aliviados, mas não resolvidos, pelo esforço da Organização das Nações Unidas em oferecer recomendações para homogeneização das estatísticas nacionais. Além da padronização, há ainda o *Special Data Dissemination Standard* – SDDS, padrão estabelecido pelo Fundo Monetário Internacional para países ativos nos mercados internacionais de capitais, de forma a reforçar aspectos como a tempestividade, a abrangência e a transparência no fornecimento de dados primários, econômicos e financeiros.

PROJEÇÕES ECONÔMETRICAS

Em meados dos anos 1960, a ciência econômica voltava-se para o desenvolvimento de novas técnicas

econômicas capazes de superar os problemas decorrentes de vieses criados pela estimação de modelos com equações simultâneas, também denominados modelos estruturais.¹ Esse tipo de modelo era utilizado, principalmente, para análise e previsão de comportamento de variáveis macroeconômicas, e caracterizava-se por conter um grande número de variáveis endógenas. No entanto, conforme enfatizado por Pindyck e Rubinfeld (1998), vários fatores podem impedir a correta estimação dos modelos, pois nem sempre a teoria econômica é suficiente para essa tarefa, ou seja: a teoria pode ser tão complexa que muitas vezes é necessária a imposição de restrições sobre os parâmetros; a teoria pode ser coerente com diversas estruturas de defasagens, que, no entanto, podem resultar em modelos com diferentes comportamentos dinâmicos; finalmente, pode não haver consenso sobre a teoria correta a utilizar.

Por causa desses problemas, na década de 1970, esses modelos passaram a ser criticados, especialmente no que se refere à necessidade de imposição de restrições, com o uso de variáveis de valor igual a zero para possibilitar a sua identificação. Além disso, questionava-se o que deveria ser considerado como variável endógena ou exógena no interior do modelo.

Para contornar esses problemas, os modelos de série de tempo começaram a ganhar espaço no campo econométrico. No entanto, antes de comentá-los, torna-se necessário definir o ponto de partida desses modelos. Contrariamente aos tradicionais modelos de regressão, cuja base encontra-se nos dados em *cross-section*, ou seja, os dados são analisados em um determinado ponto no tempo, nas séries de tempo os valores das observações variam ao longo do tempo. Em outras palavras, dados de séries temporais podem ser definidos como uma coleção de valores observados sequencialmente (ou frequentemente) ao longo do tempo.

Analisada mais detalhadamente, a econometria de séries temporais objetiva determinar o padrão da variável em termos de sua tendência, ciclo e sazonalidade, ou seja, permite a decomposição da série de tempo em quatro componentes: tendência, sazonalidade, ciclo e componente irregular.

A tendência capta aspectos de longo prazo da série de tempo. Pode representar o aumento ou decré-

cimo no nível da série ao longo do tempo e pode ser estocástica, como resultado de processo aleatório, ou determinística (função do tempo). Dado que a tendência resulta de influências, geralmente numa mesma direção, ao longo de alguns anos, por exemplo, do lado da oferta, o desenvolvimento e a difusão de novas tecnologias são influências importantes no comportamento da série temporal.

Os ciclos são ondas mais ou menos regulares, que se encontram acima ou abaixo do nível de equilíbrio ou linha de tendência. Contém picos e vales, e estudam-se seus pontos de inflexão, sua duração, frequência, profundidade, as fases e os efeitos relacionados ao fenômeno. Em outras palavras, os ciclos são variações relativamente regulares, ao longo dos anos, não relacionadas com as estações do ano. Por exemplo, os ciclos de oferta se verificam com culturas perenes e animais de grande porte, cujo processo produtivo envolve vários anos. Extensão, amplitude e continuidade dos ciclos são irregulares, mas certas características cíclicas são úteis na elaboração de previsões de médio e longo prazos.

Outro componente relevante das séries temporais refere-se à sazonalidade. Mais precisamente, às variações estacionais ou sazonais que ocorrem dentro do ano. Por exemplo, no caso da produção agrícola, verifica-se que a mesma é altamente estacional, ou seja, influenciada pela estação do ano. No entanto, é possível reduzir a intensidade da sazonalidade mediante: antecipação e retardamento da colheita com o plantio de sementes precoces ou tardias ou em regiões de climas diferenciados e produção na entressafra sob condições especiais (como irrigação e estufa, etc.). Das culturas de verão, o milho tem sua colheita concentrada nos meses de março e abril e a soja, de março a maio. Já o trigo, cultura de inverno, é colhido entre agosto e novembro.

A sazonalidade não se manifesta unicamente em relação aos produtos agrícolas, também, a produção industrial e o comércio podem apresentá-la. Por exemplo, as vendas de produtos da “linha branca”, tais como geladeiras, fogões, etc. apresentam picos em maio e dezembro, devido ao Dia das Mães e ao Natal. Sendo assim, a sazonalidade é um aspecto relevante de várias séries de tempo, e na análise destas, a

sazonalidade não pode ser desconsiderada, sob pena de se obterem modelos viesados.

A técnica de série de tempo tenta prever o comportamento futuro de uma variável a partir de seu comportamento presente e passado. Em outras palavras, objetiva prever os valores futuros de determinada variável utilizando dados históricos, em vez de construir modelos de causa e efeito, como acontece na econometria tradicional. Na terminologia dos modelos de séries de tempo, visa-se descobrir o processo gerador da série. Para tal tarefa, utilizam-se filtros lineares para determinar a ordem de integração da série, ou seja, quantas vezes a série deve ser diferenciada até tornar-se estacionária, além de se verificar a presença de parâmetros autorregressivos e/ou de médias móveis na série de tempo. Essa técnica para determinação do processo gerador da série de tempo é denominada Modelo Autorregressivo Integrado de Médias Móveis – Arima, também conhecido como Modelo Box-Jenkins, e ganhou espaço na literatura econométrica a partir da década de 1970.

Os Modelos Box-Jenkins são parcimoniosos, pois utilizam a estimação de poucos parâmetros, mas resultam em modelos com capacidade de previsão superior aos de regressão e com melhor previsão que os de alisamento. Esses modelos trabalham apenas com variáveis estacionárias, sendo que média e variância devem ser constantes ao longo do tempo.

Uma classe de modelo muito interessante que se insere no interior dos Box-Jenkins é o Modelo de Função de Transferência, que, ao contrário dos Arimas, que utilizam somente uma variável,² introduz variáveis explicativas. O Modelo de Função de Transferência, na verdade, é uma regressão sofisticada, uma vez que permite realizar a pesquisa da dinâmica entre duas ou mais variáveis, isto é, se o relacionamento entre as variáveis possui ou não defasagem temporal, introduzindo, dessa forma, o dinamismo existente entre elas, não permitido pelos modelos de regressão.

A principal desvantagem dos Modelos Arimas reside no fato de que necessitam de grande número de observações. No caso de dados mensais, isso implica a disponibilidade de dados de pelo menos cinco anos. Esse tipo de modelo não é adequado para previsões

de longo prazo, uma vez que utiliza variáveis estacionárias. Outro obstáculo é que, contrariamente aos modelos de regressão, a estimação do Modelo Arima exige grande conhecimento teórico e perspicácia do usuário.

Em compensação, esses modelos podem ser escolhidos dentro de uma grande variedade de tipos. Outra vantagem reside no fato de que a estimação dos parâmetros tem como base o comportamento das próprias variáveis, ao invés de ser arbitrária. O modelo é parcimonioso em termos de número de parâmetros e produz previsões de curto prazo mais precisas que outros modelos econométricos. Destaca-se que os modelos Arimas possibilitam previsões e análises estruturais que podem ser melhoradas pela inclusão de Variáveis de Intervenção para capturar efeitos de planos econômicos e problemas naturais (geada, excesso de chuva, seca).

Outra classe de modelos de séries temporais bastante utilizada na análise de fenômenos econômicos são os Modelos Autorregressivos Vetoriais – VAR. Desenvolvidos a partir do trabalho de Sims (1980), consistem em tratar todas as variáveis de forma simétrica, ou seja, a questão relativa a quais variáveis devem ser consideradas dependentes ou independentes deixa de existir. Sendo assim, caso exista simultaneidade entre variáveis, todas elas devem ser tratadas em bases iguais. Não é necessário impor restrições com valor igual a zero, como ocorre na construção dos modelos estruturais, tampouco há necessidade de uma teoria econômica específica que possa ser refletida pelo modelo, ou seja, com esse tipo de modelo tem-se a vantagem de trabalhar com uma teoria de caráter mais amplo. Contrariamente aos modelos de equações simultâneas, o VAR “utiliza somente regularidades e padrões passados de dados históricos como base para previsão. Não se constrói nenhum modelo estrutural” (JUDGE; GRIFFITHS; HILL, 2000, p. 378).

Reforçando aspecto tratado no início desta seção, outro ponto relevante com relação aos aspectos teóricos envolvidos é que a correta especificação de modelos teóricos está diretamente relacionada com a própria dinâmica do modelo, uma vez que as teorias são condizentes com diversas estruturas de defasa-

gens das variáveis, em que cada uma delas está associada a diferentes comportamentos dinâmicos. Uma das vantagens dos modelos VAR é que estes exigem grau reduzido de restrições teóricas sobre a sua estrutura. Para sua utilização, deve-se apenas:

- especificar as variáveis que supostamente interagem dentro do sistema;
- determinar o maior número de defasagens necessárias para captar a dinâmica da interação entre as variáveis do modelo, sendo que a extensão das defasagens emprega algum critério de informação, como o de Akaike – AIC.

Não obstante suas dificuldades, os modelos de séries temporais constituem importante apoio na projeção de indicadores econômicos, tendo em vista as características salientes das séries de dados econômicos e financeiros. Entretanto, os economistas de mercado pouco utilizam projeções com base em modelos econométricos de séries temporais, para a maioria das séries em seus cenários.

EXPECTATIVAS DE MERCADO

Em abril de 1999, o Banco Central do Brasil criou a Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores – Gerin, voltada para a comunicação entre a autoridade e o mercado no contexto da implantação do regime de metas de inflação no país. Em maio de 1999, introduziu a Pesquisa de Expectativas de Mercado, com o objetivo de

monitorar a evolução do consenso de mercado para as principais variáveis macroeconômicas, de forma a gerar subsídios para o processo decisório da política monetária (BACEN, 2003).

Assim, o levantamento de expectativas de mercado da Gerin é um elemento relevante nas decisões do Comitê de Política Monetária – Copom. Em uma participação de cerca de 15 minutos, no primeiro dia da reunião desse comitê,

o chefe da Gerin faz um resumo da evolução recente das expectativas do mercado para a inflação, para a taxa de câmbio e outras variáveis econômicas relevantes (BACEN, 2003, p. 9).

As medianas das expectativas de mercado são ainda um elemento constante do Relatório de Inflação, publicação do Banco Central apresentada ao final de cada trimestre. O Relatório de Inflação é uma peça fundamental de orientação das decisões de política no regime de metas inflacionárias, contendo análise pormenorizada da conjuntura econômica e financeira, bem como uma avaliação prospectiva das tendências inflacionárias considerando diferentes cenários possíveis de política monetária.

COMENTÁRIOS FINAIS

Este trabalho ofereceu comentários sobre a prática dos economistas de mercado, no Brasil, envolvidos com a análise macroeconômica ou análise de conjuntura. O assunto tem recebido relativamente pouca atenção na literatura acadêmica no Brasil, possivelmente por se atribuir a esta atividade falta de rigor científico, devido às restrições de tempo e recursos em que é realizada.

O cenário econômico, uma construção não rigorosa, é frequentemente o *output* principal da atividade

dos economistas de mercado e dividi-se em alguns componentes típicos. A análise econométrica é um importante apoio na confecção de cenários.

Há inúmeros assuntos relevantes para pesquisa futura que estão relacionados ao conteúdo deste artigo. Um deles é a avaliação do impacto das projeções e cenários sobre o próprio comportamento das variáveis econômicas e as profecias autorrealizáveis. Os cenários tentam antecipar o futuro, mas podem não ser neutros em relação a este, determinando, pelo menos em parte, o comportamento futuro das variáveis macroeconômicas. As políticas públicas também podem ser influenciadas pela percepção presente constante dos cenários.³

Outro ponto de interesse reside na caracterização da população de economistas de mercado, construtores de cenários e *forecasters* da economia brasileira. Adicionalmente, uma interessante linha de trabalhos acadêmicos é a que leva em consideração o viés estratégico e as questões de agente-principal envolvidas na formulação de projeções, na linha da extensa literatura internacional existente.

Notas

1. Por modelo estrutural entende-se “relacionamentos específicos entre variáveis [que] têm como base (formal ou informalmente) uma teoria econômica” (PINDYCK; RUBINFELD, 1998, p. 399).

2. Por isso os Modelos Arimas também são chamados de modelos univariados.

3. Este comentário foi sugerido por parecerista anônimo.

Referências Bibliográficas

BACEN – Banco Central do Brasil. *Copom*. Brasília: Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores, jun. 2003. Série Perguntas mais frequentes.

_____. *Notas metodológicas do balanço de pagamentos*. Brasília: jun. 2001. (Nota Técnica, n. 1).

_____. *Contas externas*. Brasília: Diretoria de Política Econômica, s.d. Série Perguntas mais frequentes. Disponível em: <www4.bcb.gov.br/?FOCUSPERG>. Acesso em: fev. 2010.

BOSKIN, M.J. et al. Consumer prices, the consumer price index, and the cost of living. *Journal of Economic Perspectives*, v. 12, p. 3-26, 1998.

BRESSER-PEREIRA, L.C.; NAKANO, Y. *Contabilidade social*. São Paulo: FGV, ago. 1972. (Apostila da FGV/SP: EC-MACRO-L-9). Disponível em: <www.bresserpereira.org.br/papers/1972/72.ContabilidadeSocial.pdf>. Acesso em: jul. 2008.

CARMO, H.C.E. *A teoria dos índices de preços e o sistema de metas de inflação no Brasil*. São Paulo: USP – Fipe, 2004. (Texto do Programa de Seminários Acadêmicos, Seminário n. 23/2004).

CASTRO, C.M. A produção de economistas e o produto de economistas. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 5, n. 2, dez. 1975.

FEIJÓ, C.A. et al. *Contabilidade social – o novo sistema de contas nacionais do Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

GOLDFAJN, I. *Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável?* Brasília: Banco Central do Brasil, jul. 2002. (Nota Técnica, n. 25).

JUDGE, G.G.; GRIFFITHS, W.E.; HILL, R.C. *Undergraduate Econometrics*. New York, John Wiley & Sons, 2000.

LAMONT, O.A. Macroeconomic forecasts and microeconomic forecasters. *Journal of Economic Behavior & Organization*, v. 48, p. 265-280, 2002.

PAULANI, L.M.; BRAGA, M.B. *A nova contabilidade social: uma introdução à macroeconomia*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

PINDYCK, R.S.; RUBINFELD, D.L. *Econometric Models and Economic Forecasts*. McGraw-Hill, 1998.

SIMONSEN, M.H.; CYSNE, R.P. *Macroeconomia*. 1. ed. Rio de Janeiro: Ao Livro Técnico, 1989.

SIMS, C.A. Macroeconomics and reality. *Econometrica*, v. 48, p. 1-48, Jan. 1980.

YOUNG, C.E.F.; MOTTA, R.S. *Contabilidade ambiental: teoria, metodologia e estudos de casos no Brasil*. Rio de Janeiro: Ipea, 1995.

FREDERICO ARAUJO TUROLLA

Economista, Mestre e Doutor em Economia de Empresas pela FGV-SP, Professor do Mestrado em Gestão Internacional da ESPM e professor da FGV/EESP, sócio da Peço Pesquisa e Consultoria Ltda., São Paulo – SP, Brasil.
(fredturolla@pezco.com.br)

MARIA FERNANDA FREIRE DE LIMA

Economista, Mestre em Administração de Empresas pela FGV-SP/HEC Paris, MBA em Infraestrutura na FGV-SP, sócia da Peço Pesquisa e Consultoria Ltda., São Paulo – SP, Brasil.
(mfflima@pezco.com.br)

MARIO ANTONIO MARGARIDO

Economista, Mestre em Economia de Empresas pela FGV-SP, Doutor em Economia Aplicada pela Esalq-USP, Pesquisador Científico do Instituto de Economia Agrícola, Diretor da Sobeet, São Paulo – SP, Brasil.
(mamargarido@ica.sp.gov.br)

Artigo recebido em 20 de maio de 2010.
Aprovado em 21 de junho de 2010.

Como citar o artigo:

TUROLLA, F.A.; LIMA, M.F.F.; MARGARIDO, M.A. Notas sobre a prática dos economistas de mercado no Brasil. *São Paulo em Perspectiva*, São Paulo, Fundação Seade, v. 23, n. 2, p. 18-27, jul./dez. 2009. Disponível em: <www.seade.gov.br>; <www.scielo.br>. Acesso em: