

## SOBRE A MENSURAÇÃO DA CREDIBILIDADE DAS METAS PARA INFLAÇÃO

Helder Ferreira de Mendonça<sup>§</sup>

*“words matching deeds: a central bank is credible if people believe it will do what it says.”*  
(Blinder, 1999)

Esta nota tem como objetivo principal fazer uma contra-réplica aos comentários feitos por Sicsú (2004) ao meu artigo intitulado "Credibilidade das Metas de Inflação: uma análise aplicada ao caso brasileiro", que fora publicado na revista *Economia Aplicada* v. 7, n. 4 (2003).

Antes de refutar os argumentos apresentados, é preciso salientar que a maioria da literatura sobre credibilidade em macroeconomia tem dado atenção especial à política monetária. Além disso, é importante esclarecer que a credibilidade do banco central e a credibilidade da política monetária não são sinônimas. Conforme apontado por Drazen (2000, p. 166):

*“One meaning of policymaker credibility is that the policymaker will attempt to do exactly what he says (...), while credibility of policy could be thought of as the expectation that policy will be carried out.”*

Portanto, a credibilidade do banco central aumenta a credibilidade da política monetária anunciada (probabilidade que o público atribui à política ser implementada com êxito). Todavia, no caso de o público julgar a política monetária como sendo infactível, não importa o quão crível seja o banco central. O índice desenvolvido por de Mendonça (2003) tem a preocupação de contribuir para essa literatura, fazendo uma aplicação para o caso brasileiro no período posterior à introdução ao regime de metas para inflação.

A importância do índice desenvolvido por de Mendonça (2003) é reconhecida na réplica. Basta observar que praticamente metade dela destina-se à reprodução de trechos extraídos do artigo criticado. O objetivo precípua do índice criado por Sicsú (2002) é medir a credibilidade das metas de inflação no Brasil. Sem dúvida, o esforço em tentar desenvolver um índice com essa finalidade merece consideração. Não obstante, a essência da idéia presente no índice não é original. Devo ressaltar que, muito antes de qualquer um dos artigos de sua autoria, a literatura sobre credibilidade desenvolvida a partir do estudo de Cukierman e Meltzer (1986), e ratificada por Svensson (1999), preconizava a idéia de que a credibilidade pode ser medida pela diferença entre a inflação esperada e a meta anunciada.

Ainda que a intenção de elaborar um índice para medir a credibilidade do regime de metas para inflação no Brasil fosse boa, infelizmente, a dificuldade em materializar o objetivo pretendido impediu a obtenção de um resultado que fosse satisfatório. A justificativa para essa afirmação é simples. O índice em questão apresenta variação entre  $]-\infty, 100]$ . Em outras palavras, na análi-

---

<sup>§</sup> Professor do Departamento de Economia da UFF e Pesquisador do CNPq.

se desenvolvida existe uma credibilidade máxima que corresponde a 100%. Por outro lado, é admitida a possibilidade da ocorrência de uma credibilidade negativa infinita.

O ponto acima representa o centro do problema no índice apresentado em Sicsú (2002). É importante lembrar que o conceito de credibilidade está relacionado à idéia de confiança. Se alguém acredita totalmente que um evento irá ocorrer (no caso, obtenção das metas de inflação que foram anunciadas), o agente atribui probabilidade igual a 1. Da mesma forma, se não existe chance de ocorrência do fenômeno (as metas para inflação não serem obtidas), a probabilidade é 0. Logo, é natural que um índice criado para medir a credibilidade tenha uma escala finita e que apresente variação entre 0 e 1. Esse procedimento é usual para aqueles que acompanham a literatura sobre o assunto. Um exemplo é o índice construído por Cecchetti e Krause (2002) para medir a credibilidade do banco central.<sup>1</sup>

A reprodução do índice elaborado por de Mendonça (2003) – apresentada no ponto 2 da réplica – é feita de forma truncada e não serve como um verdadeiro guia para que o leitor possa compreendê-lo de forma correta. Ademais, não é compreensível a pergunta formulada na réplica: “quando o seu índice é zero, afinal como devo interpretá-lo? As metas são críveis neste caso ou não são?” Acredito que o parágrafo anterior não deixe dúvidas de qual é a resposta. Quando o índice é zero, isto significa que os agentes não acreditam que a meta para inflação será cumprida. Logo, um índice zero refere-se a uma situação em que não há credibilidade.

É importante observar que o texto da réplica muda o sentido das informações contidas no artigo feito por de Mendonça (2003) para desenvolver o argumento de que o índice não estaria correto. Com essa finalidade são criadas algumas hipóteses *ad hoc*, que não se encontram no meu artigo, para que possa atingir o resultado pretendido. O principal problema apontado é que o índice desenvolvido por de Mendonça (2003) apresenta valor 0 para duas situações distintas. Trata-se de um problema fictício, pois em ambos os casos não há expectativa do público de que as metas têm alguma chance de serem alcançadas. Logo, o fato do índice ser zero, em tais circunstâncias, não representa insuficiência, mas ao contrário, revela que o índice apresentado por de Mendonça (2003) possui consistência metodológica.

Um outro ponto que merece ser destacado quanto às críticas ao meu artigo refere-se à transcrição equivocada do meu índice. A “fração” mencionada por Sicsú (2004), na verdade uma expressão, que é utilizada como base para a construção do seu argumento, é completamente distinta daquela que utilizo no meu índice. Esse erro compromete qualquer asserção extraída a partir desse ponto.

Quanto ao argumento de que haveria menos informação no meu índice, o questionamento é descabido. De acordo com a crítica, se as metas para inflação não são alcançadas isso significa uma informação importante, pois os agentes dariam uma “credibilidade negativa” para o Banco Central do Brasil (BCB) e a sua magnitude seria uma informação imprescindível para a tomada de decisão. Essa é uma idéia que causa estranheza. Não importa o quão distante (para cima ou para baixo) a inflação ficou fora dos limites estabelecidos para flutuação. O resultado não muda – não houve sucesso no alcance da meta anunciada (mesmo considerando as bandas). Portanto, o ganho de credibilidade do BCB é nulo. Em outras palavras, os agentes não atribuem uma probabilidade negativa para a meta anunciada – considerando-se agentes racionais – isso é inimaginável. O mínimo que pode ser atingido é zero – situação de total descrença na obtenção das metas.

A comparação do índice elaborado por de Mendonça (2003) com o de Sicsú (2002) não faz sentido. Apesar da aparente similaridade, o índice apresentado por de Mendonça mostra, de forma

<sup>1</sup> Para uma análise comparada entre o índice desenvolvido por Cecchetti e Krause (2002) e o desenvolvido por de Mendonça (2003) aplicado à realidade brasileira, ver de Mendonça (2004).

clara, os limites para ganho ou perda de credibilidade, enquanto que o índice apresentado em Sicsú (2002) não é capaz de apresentar uma escala razoável. Um exemplo disso é a situação referente aos últimos dias do ano de 2002. De acordo com aquele índice, a credibilidade seria menor que 340% (negativo). De outra forma, a chance das metas para inflação serem alcançadas seria de -340%.

Conforme reconhecido na crítica, a reprodução do índice de Mendonça (devo salientar que de uma forma diferente da original) só pôde ser checada até 1 de novembro de 2002. O cálculo feito por Sicsú (2004) para o ano de 2003 é equivocados. Na nota de rodapé 3 da crítica feita a de Mendonça (2003) é afirmado que: “*Para o cálculo do índice de credibilidade em 2003 utilizei a meta de 4% com margem de tolerância de 4,5% para cima – o que pode ser considerado equivalente a uma meta máxima de 8,5%.*” Essa estratégia adotada é imprópria, pois estabelece, sem justificativa técnica, uma meta *ad hoc*. O correto seria utilizar a meta de 4% com intervalo de tolerância de 2,5% para cima ou para baixo (Resolução 2.972 do BCB), uma vez que a meta ajustada de 8,5% não foi definida pelo Conselho Monetário Nacional, mas sim uma proposta do BCB. Diante de tais fatos, qualquer análise inferida a partir do resultado encontrado, em especial para o ano de 2003, não pode ser levada em consideração.

O argumento apresentado quanto à rejeição da teoria convencional e à discordância do regime de metas para inflação é singular. O autor da réplica não se dá conta de que sua visão em nada difere da apresentada originalmente por autores convencionais. Um exemplo de que não há distinção no âmago da questão pode ser observado com as citações abaixo em relação à idéia de como medir a credibilidade em um regime de metas para inflação.

De acordo com Svensson (1999, p. 217)

*“For a central bank with an explicit inflation target, it is then natural to define credibility as private inflation expectations coinciding with the inflation target, and to let deviations of private inflation expectations from the inflation target indicate a lack of credibility information (both when inflation expectations are above and below the target).”*

*“(...) uma meta de inflação para um determinado período é plenamente crível se é igual à expectativa de inflação do mercado para o mesmo período, sendo o contrário verdadeiro: se a expectativa de inflação do mercado está bastante distante da meta de inflação do banco central, isto significa que tal objetivo de política econômica carece de credibilidade.”* (Sicsú, 2002, p. 3)

Além da observação acima, a falta de sintonia nas idéias apresentadas na crítica pode ser atestada pelas próprias palavras de Sicsú. No artigo de 2002, o objetivo é a construção de “*um índice que mede a credibilidade das metas inflacionárias.*” (Sicsú, 2002, p. 704). Todavia, conforme apresentado no ponto 6 da crítica – “*Com este índice, não objetivei contestar ou contribuir para o aperfeiçoamento do regime de metas de inflação.*” Logo, o próprio autor reconhece que o índice elaborado não deve ser levado em conta por aqueles que se dedicam à análise do regime de metas para inflação.

O ponto crucial da análise desenvolvida por de Mendonça (2003) consistiu em analisar o quanto o anúncio da meta de inflação e as expectativas da inflação interferem na obtenção da credibilidade. Ou seja, a análise por mim efetuada teve o objetivo de contribuir, de forma efetiva, para um importante problema da realidade econômica brasileira.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Blinder, A. Central bank credibility: why do we care? How do we build it? *NBER Working Paper* 7161, June 1999.
- Cecchetti, S. G.; Krause, S. Central bank structure, policy efficiency, and macroeconomic performance: exploring empirical relationships. *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, July-August, 2002, p. 47-59.
- Cukierman, A.; Meltzer, A. H. A theory of ambiguity, credibility, and inflation under discretion and asymmetric information. *Econometrica*, v. 54, n. 5, p. 1099-128, September 1986.
- de Mendonça, H. F. Mensurando a credibilidade do regime de metas inflacionárias no Brasil: uma análise a partir de dois índices. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 3 (90), julho-setembro 2004.
- \_\_\_\_\_. Credibilidade das metas de inflação: uma análise aplicada ao caso brasileiro. *Economia Aplicada*, FIPE/FEA-USP, v. 7, n. 4, p. 729-742, outubro-dezembro 2003.
- Drazen, A. *Political economy in macroeconomics*. New Jersey: Princeton University Press, 2000.
- Sicsú, J. Expectativas inflacionárias e índices de credibilidade nas metas de inflação: quando o formalismo esconde fraquezas e erros. *Economia Aplicada*, v. 8, n. 4, set./dez. 2004.
- \_\_\_\_\_. Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. *Economia Aplicada*, v. 6, n. 4, p. 703-711, set./dez. 2002.
- Svensson, L. How should monetary policy be conducted in an era of price stability? (in) *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 1999.