

EXPECTATIVAS INFLACIONÁRIAS E ÍNDICES DE CREDIBILIDADE NAS METAS DE INFLAÇÃO: QUANDO O FORMALISMO ESCONDE FRAQUEZAS E ERROS*

João Sicsú[§]

1 – Recentemente publiquei neste periódico o artigo intitulado “Expectativas Inflacionárias no Regime de Metas de Inflação: uma análise do caso brasileiro” (ver Sicsú, 2002), em que apresentei um índice para medir quanto o mercado acredita que as metas de inflação perseguidas pelo Banco Central do Brasil serão alcançadas. Batizei este índice de **índice de credibilidade** nas metas de inflação. Mendonça (2003), neste mesmo periódico, apresentou “...uma versão revisada desse índice...” (p. 731) já que, segundo o autor, “... o limite inferior [do meu índice] mostra-se inadequado para sua aplicabilidade em análises futuras envolvendo variáveis macroeconômicas.” (p. 731). Embora Mendonça não explique exatamente a tal inadequação,¹ continua:

“Com o objetivo de eliminar a imprecisão mencionada e atender à definição de credibilidade da política monetária feita por Cukierman e Meltzer – “the absolute value of the difference between the policymaker’s plan and the public’s beliefs about those plans” - foi elaborado um índice de credibilidade (IC) da política monetária que leva em conta os desvios da inflação esperada em relação à meta central de inflação, mas que se encontra normalizado entre 0 e 1.” (p. 371).

Contudo, o índice apresentado por Mendonça (2003) não está bem especificado, contém alguns erros, fraquezas e reduz drasticamente a quantidade de informações em relação ao índice que apresentei.

2 – O índice que apresentei é o seguinte:

$$i_t^c = 100 - \left\{ \frac{|P_t^e - M_a^c| * 100}{mT} \right\}$$

Em que P_t^e é a expectativa do mercado de variação anual do IPCA em um determinado dia t , M^c é o centro da meta de inflação estabelecida para o ano, e mT , o denominador, é a margem de tolerância para cima ou para baixo (que foi 2% entre 1999-2002 e 2,5% em 2004) da meta de variação do IPCA estabelecida para o ano. Mendonça (2003) apresentou o seguinte índice revisado:

* Agradeço a leitura e comentários feitos pelo colega Marcelo Resende a esta nota. Como é de praxe, cabe eximi-lo de qualquer responsabilidade sobre o texto final. Agradeço ainda o apoio da Faperj, CNPq e Pronex (MVT-Faperj).

§ Professor Adjunto do Instituto de Economia da UFRJ.

1 Talvez o meu índice seja, na avaliação de Mendonça, inadequado para ser utilizado por alguma técnica estatística que necessita que os valores estejam normalizados no intervalo 0 a 1.

$$\begin{aligned}
 \text{IC} &= 1 && \text{se } E(\pi) = \pi_t \\
 \text{IC} &= 1 - \frac{1}{\pi_t^* - \pi_t} - [E(\pi) - \pi_t] && \text{se } \pi_{iMIN}^* < E(\pi) < \pi_{iMAX}^* \\
 \text{IC} &= 0 && \text{se } E(\pi) \geq \pi_{iMAX}^* \text{ ou } E(\pi) \leq \pi_{iMIN}^*
 \end{aligned}$$

Em que $E(\pi)$ é a inflação esperada, π_t é o centro da meta perseguida pelo Banco Central e π_t^* representa os limites máximo e mínimo estabelecidos para cada ano.

3 – O formalismo na apresentação de Mendonça (2003) induz o leitor menos cuidadoso a pensar que o seu índice traz alguma novidade substancial e mais informações para o problema que tentei mensurar com uma mera fração. De fato, o elegante, mas simples, formalismo de Mendonça esconde a falta de originalidade do seu índice, esconde a menor quantidade de informação que traz e, por último, esconde a sua imprecisão. O índice de Mendonça contém erros e fraquezas. O primeiro erro é que o seu índice assume valor zero para duas situações absolutamente distintas: se o mercado acredita que a meta será cumprida e se o mercado não acredita que a meta será cumprida. Por exemplo, se o mercado acredita que a meta será cumprida exatamente no seu limite superior (ou inferior) e se o mercado acredita que a meta não será cumprida o índice de Mendonça é zero. Nas palavras do autor “... o índice de credibilidade apresenta valor entre 0 e 1 estritamente se a inflação esperada encontra-se dentro dos limites máximo e mínimo estabelecidos para cada ano e assume valor zero quando a inflação ultrapassa um desses limites.” (p. 372). Pergunto: quando o seu índice é zero, afinal como devo interpretá-lo? As metas são críveis neste caso ou não são?

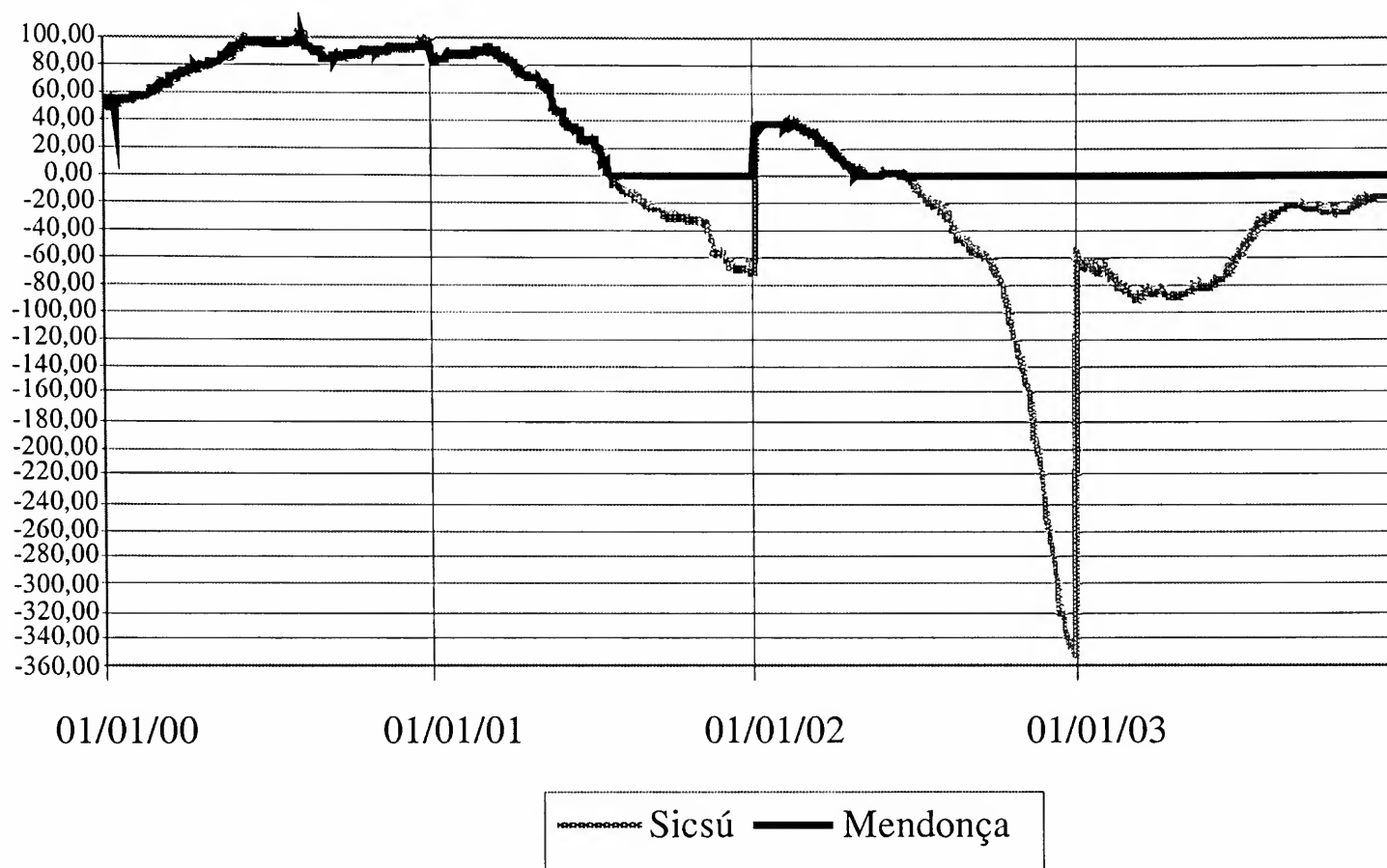
4 – O índice contém ainda um outro erro, embora analiticamente menos relevante. No cálculo do índice para a situação em que $\pi_{iMIN}^* < E(\pi) < \pi_{iMAX}^*$ não é dito qual π_t^* (o de mínimo ou o de máximo) deve ser utilizado na fração $1 - \frac{1}{\pi_t^* - \pi_t} - [E(\pi) - \pi_t]$. Se Mendonça não especifica qual π_t^* deve ser utilizado, então deveria indicar que o valor da sua fração deve ser em **módulo**. Sem uma destas especificações (módulo, π_{iMAX}^* ou π_{iMIN}^*), o índice pode não variar somente entre 0 e 1 como deseja Mendonça, mas sim entre -1 e 1. Ademais, o índice possui uma fraqueza que não é irrelevante: assume o valor zero para qualquer situação em que as expectativas estão fora do intervalo perseguido pelo Banco Central. Entretanto, são situações qualitativamente diferentes aquelas em que o mercado acredita que a meta não será cumprida por **pouco** (como aconteceu ao final do ano de 2003) e aquelas em que o mercado acredita que o Banco Central está **muito longe** de alcançar a meta (como aconteceu a partir de meados de 2002). O índice de Mendonça é indiscutivelmente menos informativo.

5 – O índice de Mendonça, exceto em suas novidades que são incorretas ou fracas, guarda um elevado grau de similaridade com o índice que apresentei, tal como reconhece o autor quando afirmou que a idéia que forma a base do meu índice é “correta” (p. 731). A diferença é que o seu índice varia entre 0 e 1 e o meu varia entre 100 e $-\infty$. Fazendo o seu índice variar entre 0 e 100 (basta multiplicar o valores que encontrou por 100), pode-se plotar no Gráfico 1 os dois índices.² Para todos os valores superiores a zero, os índices são coincidentes (não há, portanto, qualquer originalidade no índice de Mendonça). A fraqueza maior do seu índice é que desconsidera informações. Por exemplo, no meu índice é possível observar que a credibilidade nas metas de inflação é cada vez menor a partir de meados dos anos 2001 e 2002. Pelo índice de Mendonça, não se sabe exata-

2 Calculei, no meu artigo de 2002, o índice de credibilidade para o período janeiro de 2000 a abril de 2002. Mendonça, no artigo de 2003, calculou o seu índice de credibilidade para o período janeiro de 2000 a novembro de 2002.

mente o que está acontecendo com a real trajetória do índice de credibilidade quando assume valor igual a zero. Este valor zero do índice de Mendonça deixa o analista cego. Nesta situação, não se sabe se o mercado está aumentando ou diminuindo a sua crença de que a meta perseguida será alcançada. Para o ano de 2003, a única informação que o índice de Mendonça possui para todos os pontos é a mesma (zero). Pelo meu índice, pode-se observar um importante movimento ascendente indicando que o mercado avalia que as metas não serão alcançadas por pouco (em outras palavras, as expectativas estão convergindo em direção à meta perseguida).³

Gráfico 1 - Índices de credibilidade nas metas de inflação de 200 a 2003



6 – Por último, gostaria de afirmar que o índice que elaborei não está vinculado a nenhuma visão teórica do problema relacionado com regimes monetários. O índice que elaborei busca quantificar uma questão relevante e essencialmente empírica: **quanto** o mercado acredita que a meta perseguida pelo Banco Central do Brasil pode ser alcançada. Com este índice, não objetivei contestar ou contribuir para o aperfeiçoamento do regime de metas de inflação. Minha posição de rejeição à teoria econômica convencional e, particularmente, ao regime de metas de inflação está indicada em outros artigos (ver, por exemplo, Sicsú 2001 e 2002b). Sem fazer qualquer juízo de valor, é muito importante destacar que Mendonça revisou o meu índice com o objetivo de incorporá-lo à teoria convencional e contribuir com o aperfeiçoamento do regime de metas de inflação brasileiro. O índice de Mendonça serviu, em primeiro lugar, para atender às suas vontades particulares de utilização de certos métodos estatísticos (dada a fraqueza do índice, qualquer resultado sugerido

³ Inicialmente, a meta para o ano de 2003 era 3,25% (com margem de tolerância de 2% para cima ou para baixo – Resolução 2.842 de 21-06-2001 do BCB, disponível no *site* da instituição). Posteriormente, foi alterada para 4% (com margem de tolerância de 2,5% para cima ou para baixo – Resolução 2.972 de 27-06-2002 do BCB, também disponível). Finalmente, foi alterada para uma meta-teto, 8,5% foi o limite máximo estabelecido. Esta foi chamada de *meta ajustada*. 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%.

por tais técnicas estatísticas deve ser observado com muitas reservas); em segundo lugar, para atender à definição de credibilidade da política monetária feita por Cukiermam e Meltzer e, em terceiro lugar, para formular a sua conclusão de que “*é importante que esta âncora nominal [o regime de metas] sofra as devidas alterações de forma que o Banco Central do Brasil recupere sua reputação no controle da inflação para que possa obter credibilidade.*” (2003, p. 741).

Para finalizar, não posso deixar de registrar que vejo com alguma satisfação que o **empobrecimento** de minhas formulações seja útil a teorias e arranjos monetários que rejeito – porque quando são aplicados não controlam a inflação de forma adequada, mas, principalmente, porque geram desemprego.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Mendonça, H.F. Credibilidade das metas de inflação: uma análise aplicada ao caso brasileiro. *Economia Aplicada*, v. 7, n. 4, p. 729-742, set./dez. 2003.
- Sicsú, J. Credible monetary policy: a Post Keynesian approach. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 23, n. 4, p. 669-687. 2001.
- _____. 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. 2002a.
- _____. Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 1, p. 23-33, 2002b.