

Credibilidade do Banco Central Brasileiro sob o Regime de Metas de Inflação

Amanda Mayara Lacorte¹

Luciano Dias de Carvalho²

Recebido em: 19/12/22

Aprovado em: 21/02/23

Resumo: O objetivo deste trabalho consistiu em analisar a evolução da credibilidade do Banco Central brasileiro sob o Regime de Metas de Inflação. Com a finalidade de analisar essa evolução foi realizada uma mensuração direta da credibilidade do Banco Central a partir dos índices propostos por Mendonça (2004) e Sicsú (2002). Com base nesses índices o trabalho calculou a credibilidade do Banco Central brasileiro entre os períodos de julho de 2001 a agosto de 2014. A principal conclusão do trabalho é a de que houve uma forte e prolongada deterioração da credibilidade da autoridade monetária brasileira devido aos ciclos político-eleitorais e não em decorrência da crise financeira internacional ocorrida em 2007/2008.

Palavras-chave: Credibilidade da Política Monetária; Regime de Metas de Inflação; Expectativa de Inflação; Ciclos Político-Eleitorais.

¹ Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Viçosa. E-mail: amandalacorte@hotmail.com.

² Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal de Viçosa. E-mail: luciano.carvalho@ufv.br.

Abstract: The objective of this work was to analyze the evolution of the credibility of the Brazilian Central Bank under the Inflation Target Regime. In order to analyze this evolution, a direct measurement of the Central Bank's credibility was carried out based on the indices proposed by Mendonça (2004) and Sicsú (2002). Based on these indexes, the work calculated the credibility of the Brazilian Central Bank between the periods from July 2001 to August 2014. The main conclusion of the work is that there was a strong and prolonged deterioration of the credibility of the Brazilian monetary authority due to the political-electoral cycles and not as a result of the international financial crisis that occurred in 2007/2008.

Keywords: Credibility; inflation targets; inflation expectation; political-electoral cycles.

Resumen: El objetivo de este trabajo fue analizar la evolución de la credibilidad del Banco Central de Brasil bajo el Régimen de Meta de Inflación. Para analizar esta evolución se realizó una medición directa de la credibilidad del Banco Central a partir de los índices propuestos por Mendonça (2004) y Sicsú (2002). Con base en estos índices, el trabajo calculó la credibilidad del Banco Central de Brasil entre los períodos de julio de 2001 a agosto de 2014. La principal conclusión del trabajo es que hubo un deterioro fuerte y prolongado en la credibilidad de la autoridad monetaria brasileña debido a ciclos políticos -eventos electorales y no como resultado de la crisis financiera internacional ocurrida en 2007/2008.

Palabras clave: Credibilidad de la Política Monetaria; Régimen de Metas de Inflación; Expectativa de Inflación; Ciclos Político-Electorales.

JEL Classification: E31; E52.

1 Introdução

O Regime de Metas de Inflação (RMI) inovou durante os anos 1990 a forma de gerenciamento da política monetária ao redor do mundo. Este regime foi implementado em diversos países durante os anos 1990³, sob o pressuposto teórico de que a política monetária é incapaz de influenciar, no longo prazo, as variáveis reais da economia e de que uma autoridade monetária crível é capaz de ancorar as expectativas de inflação a custos baixos em termos de taxa de sacrifício (BARRO e GORDON, 1983; KYDLAND E PRESCOTT, 1994).

O regime de metas de inflação tem como característica principal a busca por uma taxa de inflação baixa e estável. Através da manipulação da taxa básica de juros e da influência da expectativa de inflação futura, por meio da definição de uma meta de inflação a ser perseguida em um dado horizonte de tempo.

Quando bem gerenciada, a política monetária sob o Regime de Metas de Inflação, promove o aumento da credibilidade, uma vez que melhora a comunicação entre a autoridade monetária de um lado e os mercados e o setor empresarial de outro.

Uma autoridade monetária não crível gera custos no controle de inflação, visto que a influência sobre a expectativa da mesma é o principal mecanismo utilizado no controle inflacionário. Com efeito, quanto maior for a credibilidade do Banco Central, mais facilmente a meta será atingida, e conseqüentemente, menor será a necessidade de se elevar as taxas de juros, o que beneficia o nível de atividade econômica de curto prazo, uma vez que a redução de juros provoca um estímulo a demanda agregada.

De acordo com Carvalho et al (2007) o funcionamento do sistema de metas acontece com a escolha de um índice oficial de preços pelo governo que, no caso do Brasil, é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo

³ Os países desenvolvidos que introduziram o regime de metas de inflação foram: Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Suécia, Finlândia, Austrália e Espanha.

(IPCA). Com base nele, o Banco Central estipula a meta ou o nível de inflação a ser perseguido com um intervalo de tolerância, ou uma folga para um ajustamento para mais ou para menos. Entretanto, para que esse regime seja praticado é necessário a escolha de algumas especificações de acordo com cada país.

O primeiro aspecto a ser definido é a escolha da meta, se será pontual ou com bandas. Nessa definição entra em jogo se a política terá como foco a credibilidade ou será mais flexível, pois a escolha de uma meta pontual transmite ao público uma maior credibilidade. Todavia, a utilização de bandas, ou seja, a existência de um intervalo de tolerância, produz uma maior flexibilidade à política monetária, o que a permite alcançar mais facilmente a meta de inflação.

O segundo ponto a ser decidido é o horizonte temporal em que a meta deverá ser atingida. A escolha de um horizonte de tempo maior torna mais fácil a adequação da política monetária aos efeitos de choques adversos sobre a inflação. Já a adoção de um horizonte menor, sinaliza que a autoridade monetária está mais comprometida em atender a meta estabelecida, o que transmite uma maior credibilidade, porém, reduz a flexibilidade na absorção de eventuais choques inflacionários por parte da economia.

O terceiro ponto, segundo Carvalho et al (2007) é a escolha do índice a ser seguido como referência na escolha da meta de inflação, isto é, o país de acordo com sua estrutura econômica deve optar por um índice cheio ou um núcleo de inflação¹. Apesar desse último apresentar maior flexibilidade para a política monetária ele pode transmitir a ideia de que o Banco Central não está conseguindo alcançar sua meta.

O modelo de Svensson (1997) vê o Regime de Metas como um sistema que estabelece uma previsão de inflação. Sob a ótica que esse regime possui a capacidade de acertar a inflação futura, Svensson desenvolveu um modelo simples com apenas três equações que descrevem a economia: a curva de Phillips e a curva de demanda agregada. A partir desse modelo ele analisa teoricamente diferentes regras de política mo-

netária sob o RMI. Padilha (2007) realiza uma simulação numérica do modelo de Svensson para diferentes valores da preferência ou peso relativo do hiato do produto na função de perda do Banco Central⁴. Nessa simulação verifica-se que o valor do parâmetro de perda é determinante para o nível da taxa de juros e para o tempo de convergência da taxa de inflação após um choque exógeno positivo. Com efeito, quanto menor for o peso da função de perda em relação ao hiato do produto maior deve ser a elevação da taxa de juros e mais rapidamente a inflação converge novamente para o seu patamar de equilíbrio (sua meta pré-estabelecida). Assim, em um SMI puro (que atribui peso zero ao hiato do produto) a inflação converge em apenas dois períodos (dois meses) enquanto a taxa de juros atinge o mais elevado valor 8,5%. Por outro lado, quando o peso da perda é igual a 2 a taxa de juros se eleva para 4,6%, mas o tempo de convergência da taxa de inflação é superior a 12 períodos (um ano).

Segundo Padilha (2007) a simulação deste modelo constata que o RMI demanda uma definição do horizonte temporal e de bandas de variações, levando em consideração os custos associados com os desvios do produto e a inflação, ressaltando que cada país apresenta dados divergentes.

Com base nisso, Padilha (2007, p. 37) observou que:

A condução do SMI com um horizonte mais amplo de atendimento das metas parece o caminho mais seguro para o sucesso do sistema, especialmente para os países em desenvolvimento que têm um histórico de menor credibilidade da política monetária. Isto ocorre, pois, ao diminuir a amplitude das flutuações no hiato do produto e na inflação, torna-se mais fácil manter a inflação dentro banda em torno da meta.

No Brasil o Sistema Metas de Inflação foi constituído em junho de 1999, com o decreto do então presidente Fernando Henrique Cardoso,

⁴ Os valores paramétricos da variável de perda relativa do hiato do produto foram: 0; 0,5; 1 e 2.

após o surgimento de uma crise interna ocasionada em janeiro no mesmo ano, por decorrência de uma significativa desvalorização do Real.

De acordo com esse decreto o Banco Central passa a anunciar a meta de inflação em junho de cada ano. A mesma é estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), constituído pelo Ministro da Fazenda, o Ministro do Planejamento e com o Presidente do Banco Central.

Na primeira reunião deste conselho a respeito do RMI ficou estipulado que a inflação ficaria na faixa de 8% no primeiro ano (1999), 6% em 2000 e 4% 2001, com uma margem de tolerância de 2%, tanto para cima quanto para baixo.

Em determinados períodos o Banco Central apresentou oscilações quanto as metas a serem alcançadas. Por exemplo, durante o ano de 2003 a meta apresentou diferentes valores e chegou a ser de 8,5%. Essas oscilações afetam a reputação, aja vista que se o Banco Central obtiver sucesso na obtenção das metas de inflação o mercado acredita no sucesso da autoridade monetária no alcance da meta, caso contrário a credibilidade declina.

Ao analisar o caso brasileiro, o Banco Central (BC) vem tendo dificuldade em atingir a meta de inflação definida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM). O que tende a deteriorar a sua credibilidade. Aparentemente há duas possíveis explicações principais para esta deterioração. São elas: (i) consequência da crise financeira mundial de 2007/8 ou (ii) no viés das decisões político-ideológicas brasileiro da autoridade monetária.

Neste sentido, questiona-se se a credibilidade do Banco Central brasileiro sofreu alterações devido a crise financeira de 2007/8. Entender a evolução da credibilidade do Banco Central pode esclarecer se a sua deterioração em anos recentes se deveu a fatores externos, como a crise financeira do *subprime* ou a fatores internos, como uma mudança na orientação da política do governo federal. Como hipótese de pesquisa assume-se que a autoridade monetária brasileira é suscetível a influência dos ciclos político-eleitorais, de tal forma que a sua credibilidade é

afetada nos anos de alternância de poder político.

Neste sentido, o objetivo geral desse trabalho é analisar a evolução da credibilidade do Banco Central brasileiro sob o Regime de Metas de Inflação visando pontificar os principais índices de credibilidade apresentado no período. Para tanto, foi mensurado dois índices de credibilidade do Banco Central entre os períodos de 2001 a 2014. Seguido de uma análise da evolução da credibilidade da autoridade monetária tendo como ponto de partida os mandatos dos presidentes do Banco Central.

Esse trabalho está dividido, além desta breve introdução, em outras quatro seções. A primeira discorre sobre o Referencial teórico que relaciona credibilidade ao RMI. A segunda seção, apresenta os procedimentos metodológicos para a construção do índice de credibilidade. Em seguida, é discutida a credibilidade do Banco Central sob o prisma de seus diferentes presidentes. Por fim, as principais conclusões são enumeradas.

2 Referencial Teórico

A discussão sobre a importância da credibilidade da política econômica se tornou objeto de estudo a partir dos trabalhos de Kydland e Prescott (1977) e de Barro e Gordon (1983). Os primeiros autores mencionados trataram da inconsistência da política ótima e chegaram à conclusão que a política econômica não pode ser determinada levando em consideração apenas os parâmetros estáticos. Ao longo da década de 1990, existiu uma preocupação em conter o resistente problema da inconsistência temporal, advinda das defasagens da política monetária.

Neste cenário e com a nova forma de estruturação da política econômica, muitos estudiosos desenvolveram estratégias que visavam alcançar resultados em termos de estabilidade de preços, atrelado a isso a aplicação de uma maior transparência na condução da política

monetária. Sendo assim, os economistas buscavam criar um plano, que consistia na determinação de uma regra na qual a autoridade monetária deveria seguir.

Neste contexto, o instrumento utilizado por diversos países como método de institucionalizar o problema do viés inflacionário foi o Regime de Metas de Inflação.

Segundo Mischkin (2000) o RMI é composto por cinco elementos que a autoridade monetária deve seguir. O primeiro, é o anúncio de uma meta de inflação futura; o segundo ponto, é o comprometimento da instituição em alcançar uma estabilidade de preço, o terceiro ponto, é o de que as instituições podem utilizar a taxa de câmbio como instrumento da política econômica, para tanto o autor enfatiza como quarto elemento que é necessário existir uma transparência da política monetária. O último elemento do RMI, é a ampliação da responsabilidade do Banco Central em atingir tal meta.

Com relação a esta última colocação, Rocha *et al* (2008) coloca que a inflação não está necessariamente subordinada ao controle dos Bancos Centrais, visto que, um esbarram no custo social. O autor ainda relata, que o planejamento institucional do RMI apresenta um *trade-off* para o Banco Central, dado que, sua escolha determinará o quão rígido devem ser os gastos.

O RMI deve ser desenhado de forma que a meta seja alcançada, apesar da existência do referido *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego. Rocha *et al* (2008) argumenta que a escolha do período para que a meta seja atingida, deverá ocasionar em uma verificação quanto aos custos da volatilidade do hiato do produto e de uma maior taxa de juros em relação aos benefícios de se manter a taxa de inflação dentro da meta estabelecida.

Contudo, na visão de Coletti *et al* (2006) a escolha do horizonte ótimo oscila de acordo com a intensidade e a natureza dos choques que uma economia sofre. Segundo o autor, economias em que há uma aceleração considerada dos preços e que sofrem com choques grandes

e persistentes, a melhor escolha seria a definição de um horizonte temporal ampliado.

Entretanto, a prática recorrente utilizada em diversos países que aplicam o RMI tem sido a de horizontes temporais curtos com o intuito de obterem maior credibilidade para a política monetária. Para isto, esses países tiveram que adotar alterações robustas nas taxas de juros que, em sua maioria, tiveram sucesso de reduzir a taxa de inflação para patamares próximos aos da meta de inflação. convergir a inflação para a meta pré-estabelecida mais rapidamente.⁵

Apesar de historicamente esta estratégia tenha apresentado ser a mais correta para países com históricos de um elevado viés inflacionário, Mishkin (2001) apresentou três problemas que a adoção de um horizonte temporal curto pode ocasionar. Segundo o autor, a escolha de um intervalo temporal muito pequeno tende a associar à frequentes perdas da meta de inflação pelo Banco Central o que compromete a sua credibilidade. Ele também apresenta que a definição de um intervalo pequeno gera instabilidade instrumental, pois os instrumentos de política se voltam totalmente a atingir a meta. O terceiro problema levantando por Mishkin (2001), é que o Banco Central repassa a imagem de que não está dando uma ponderação às flutuações de produto em sua função de perda.

Além da escolha do horizonte temporal as economias que adotaram esse novo regime devem também optar entre a escolha de uma meta pontual ou uma banda. Contudo, a maioria dos países que adotaram o RMI optaram por trabalharem com bandas. Rocha *et al* (2008) escreve:

Uma banda mais estreita comunica ao público maior comprometimento do Banco Central em atingir a meta do que uma banda mais larga; a credibilidade está associada a bandas mais estreitas. O outro lado do *trade-off* é de que bandas muito estreitas reduzem consideravelmente a habilidade de a autoridade monetária responder a choques exógenos inesperados. (ROCHA *et al*, p.274).

⁵ No Anexo é apresentado na Tabela A1 os países desenvolvidos e em desenvolvimento que adotaram o Regime de Metas de Inflação.

Segundo Rocha *et al* (2008), caso o objetivo da autoridade monetária seja a máxima transparência, o melhor seria a escolha de um índice de preços em que as pessoas já estão familiarizadas, além disso, ele deve ser amplo e acurado. Entretanto, caso a economia busque um índice que traga maior flexibilidade, o mesmo deve ser aquele que não contém preços que, em teoria, não afetam a tendência inflacionária ou a chamada *core inflation*. A razão, segundo Rocha *et al* (2008), do motivo da maioria dos países optarem pelo IPC cheio, está na busca pelas autoridades monetárias por optarem um índice de inflação que forneça uma maior credibilidade. Na tabela 1 é possível ver os países que optaram por IPC cheio e *core inflation*.

Tabela 1-Países que adotaram índice “core” e IPC cheio.

Nunca utilizou core	Utiliza Core	IPC Exclui apenas os juros	Abandonou Core ²
Brasil (1999)	Canadá (1991)	África do Sul (2000)	Austrália (1993-1998)
Chile (1991) ¹	Tailândia (2000)	Inglaterra (1992)	Nova Zelândia (1990-1999)
Colômbia (1999)	-	-	-
Islândia (2001)	-	-	-
Israel (1992)	-	-	-
México (1999)	-	-	-
Peru (1994)	-	-	-
Polônia (1998)	-	-	-
Suécia (1993)	-	-	-
Suíça (2000)	-	-	-

(1) Embora as metas sejam definidas de acordo com o IPC cheio, medidas *correção* usadas para períodos de até 12 meses.

(2) Ano de adoção do regime de metas inflacionárias – ano de abandono do *core*.

Fonte: Rocha *et al* (2008). Entre parênteses, o ano de adoção do índice.

O trabalho de Blinder (1999) descreveu que a credibilidade é de extrema relevância, pois a mesma contribuiu para manter a inflação dentro da meta e reduz os custos com a desinflação em termos de produto real, já que, a necessidade de aplicação de uma política monetária restritiva acabaria sendo menor. Mendonça (2004) também enfatiza a importância que o agente responsável pela condução da política econômica apresente uma reputação, visto que assim o público acreditará na política anunciada e, dessa forma, ancoram suas expectativas de inflação na meta estabelecida pela autoridade monetária.

De acordo com a conclusão de Nahon *et al* (2005) quando o Banco Central transmite credibilidade uma consequência positiva é a possibilidade de uma associação de menores taxas de juros, ou seja, não existe a necessidade de uma elevação acentuada da taxa de juros quando a inflação se desviar da meta de inflação estabelecida pela RMI.

Contudo Tejada *et al* (2012) relata que medir credibilidade é uma questão complicada, pois não existe uma forma direta de calculá-la. O autor menciona que apesar dos diversos trabalhos criados na expectativa de mensurar a credibilidade, ainda não existe consenso sobre a melhor metodologia. Em termos gerais, existem duas formas de mensurar a chamada credibilidade. Segundo Tejada *et al* (2012), são elas: forma indireta e direta. A primeira faz utilização de uma *proxy* relacionada aos impactos sobre a variável macroeconômica. Impactos estes medidos em termos da influência da taxa básica de juros sobre o nível de atividade econômica, taxa de desemprego, taxa de câmbio etc. Já a segunda forma, a qual a maioria dos autores estão habituados, é baseada na diferença entre a expectativa e a meta anunciada pela autoridade monetária.

Segundo esclarecimento do Banco Central (2023ba aplicação desse regime veio da necessidade de estabilizar o preço a partir de uma política que busque ancorar a expectativa de inflação. A estabilização se tornou o objetivo principal da política monetária brasileira em decorrência de no médio e longo prazo o crescimento da inflação afetar negativamente o crescimento econômico. O que tende a gerar menor

investimento e, em consequência, um maior aumento da concentração de renda.

De acordo com o informativo divulgado pelo BACEN, depois de longos anos seguidos de crescimento econômico, a década de 1980 foi marcada pela ocorrência de uma significativa queda da taxa de crescimento da economia brasileira, atrelada a um expressivo aumento da inflação. Fato esse que ensejou, até meados da década de 1990, na implantação de sete planos de governo para o combate ao descontrole inflacionário. Após a segunda metade da década de 1990, com a implementação do Plano Real, a inflação passou a ficar sob controle e as instabilidades decorrentes da implementação de planos antinflacionários – muitos deles caracterizados pelo congelamento de preços ou intervenções arbitrárias no funcionamento da economia – deixou de fazer parte relevante do cenário macroeconômico brasileiro.

Sendo assim, o governo brasileiro durante a década de 1990 procurou alternativas que contornassem esse descompasso econômico. Contudo, para a adoção do RMI foi necessário o estabelecimento de algumas condições que forneçam base para que o novo regime alcance seu objetivo. Segundo nota de esclarecimentos sobre as dúvidas relacionadas ao RMI o informativo do BACEN (BACEN, p. 4) as pré-condições são:

Em um regime de metas para a inflação, é necessário que haja autonomia operacional do Banco Central, de maneira que possa gerir a política monetária no sentido do cumprimento das metas. Além disso, é necessário que a situação fiscal esteja sob controle, e que o sistema financeiro nacional esteja estável, de modo a não comprometer a perseguição da meta de inflação. Por outro lado, as metas para a inflação devem ser críveis, ou seja, devem ter valor alcançável. Por fim, é preciso que o Banco Central disponha de conhecimento sobre o funcionamento da economia, em particular dos mecanismos de transmissão da política monetária e sua quantificação por meio de modelos macroeconômicos.

O Regime de metas de inflação depende sobremaneira da credibilidade da autoridade monetária para ancorar as expectativas de inflação

e, desse modo, a inflação efetiva e os custos da política monetária. No entanto, é possível que o Banco Central tenha sua política influenciada por outros fatores, como a alternância do poder político, que fazem com que a sua credibilidade caia de acordo com os ciclos político-eleitorais.

Em síntese, um ciclo político-eleitoral ocorre quando o governo busca explorar a curva de Phillips de curto prazo para reduzir a taxa de desemprego, elevar o nível de renda per capita da população e, assim, melhorar a sensação de bem-estar da sociedade. Tudo isso com o intuito de ganhar a eleição em curso mesmo sabendo que a melhora de bem-estar gerada tende a ser passageira e os custos, em termos de elevada inflação, normalmente é permanente. Provocando, com efeito, uma melhora do bem-estar no curto prazo e uma piora no longo prazo.⁶

3 Metodologia

Com a finalidade de medir a credibilidade do Banco Central do Brasil sob o regime de metas de inflação, diversos trabalhos usam a diferença entre as expectativas de inflação e a meta anunciada pela autoridade econômica visando produzir um índice de credibilidade. Faust e Svensson (2001) discutiram sobre essa forma de mensuração, os últimos autores concluíram que a credibilidade seria um valor absoluto definido pela diferença entre os planos formulados para a aplicação da política monetária e a crença do setor privado com relação a esses planos. Sendo assim, estima-se que quanto menor for essa diferença maior será a credibilidade dos planos. Contudo, as proposições de Svensson (2000) definiram que a credibilidade poderia ser medida pela distância entre a inflação esperada e a meta do Banco Central.

Em suma, um índice de credibilidade do Banco Central e as metas de inflação têm como fundamento relacionar as expectativas do mercado sobre a inflação e as metas estabelecidas pelo Banco Central.

⁶ Para maiores detalhes sobre a teoria dos ciclos político-eleitorais ver: Downs (1957), Nordhaus (1975), Lindbeck (1976) e Persson e Tabellini (1990).

Procurando estabelecer essa relação o trabalho de Cecchetti e Groshen (2000) estimou um índice de credibilidade. O mesmo afirma que para o Banco Central apresentar credibilidade a inflação deve ser no máximo 20% ao ano. Neste caso, o Banco Central perde o controle da inflação e conseqüentemente credibilidade quando essa inflação ultrapassa a meta de 20% ao ano.

Nahonelat (2005) analisou, em seu artigo, cinco índices de credibilidade do Banco Central, foram eles: (i) o proposto por Sicsú (2002), (ii) o trabalho de Mendonça (2004), (iii) o artigo apresentado por Cecchetti e Krause (2002), (iv) uma adaptação do índice formulado por Sicsú (2002) e o último índice que o autor utilizou para mensurar a credibilidade do Banco Central e a associação da inflação foi uma forma alternativa proposta em seu artigo que é a existência de relação de causalidade entre a credibilidade e as taxas de juros.

Na elaboração desse trabalho foi utilizado o índice de credibilidade proposto por Sicsú (2002) e Mendonça (2004). O primeiro deles emprega como critério para a perda da credibilidade o limite superior da meta de inflação anunciada pelo Banco Central, esse índice de maneira geral, estima a credibilidade com base no quanto o mercado acredita que a meta pode ser atingida. O índice criado por Sicsú (2002) foi baseado nas expectativas da inflação do mercado, ou seja, o índice buscava explorar o comportamento das estimativas da inflação do mercado sob o novo regime. O autor concluiu que quando o Banco Central obtém sucesso no cumprimento da meta esse fato é capaz de influenciar as expectativas de inflação no início de cada ano, contudo, quando o Banco Central não consegue atingir a meta durante o ano conseqüentemente perde credibilidade, logo, o próximo ano fica difícil definir qual será a expectativa.

O índice proposto por Sicsú (ICs) expõe a seguinte estrutura:

$$ICs = 100 - \left\{ \frac{|E(\pi) - \pi_t|}{\pi_{tMAX}^* - \pi_t} \cdot 100 \right\};$$

Sendo $E(\pi)$ é a expectativa da variação anual da inflação pelo mercado (IPCA), o π_t é o centro da meta de inflação definida pelo Banco Central para cada ano e π_{tMAX}^* é o limite máximo da mesma. O índice assume os valores no intervalo $[-\infty, 100]$. Quando o índice se aproxima de 100, significa que o mercado acredita que o centro da meta será atingido, ou seja, caso a expectativa inflacionária seja igual a meta proposta pelo Banco Central o ICs apresentará valor igual 100. Entretanto, quando se aproxima de zero o índice expõem que o mercado durante aquele período avaliou que a oscilação do IPCA estará próxima dos limites (superior, inferior) estabelecidos. Além disso, quando o ICs apresentar um valor negativo, significa que o mercado não acredita que a meta será cumprida. Nesse estudo, o ICs final utilizado teve seu valor dividido por 100.

O artigo de Mendonça (2004) propôs uma alteração no índice estimado por Sicsú (2002), o objetivo dessa adaptação na visão do autor é mensurar a credibilidade do regime de metas de inflação adotado no Brasil, pois na visão do autor economias muito sensíveis a choque externos, como a brasileira, que apresentam instabilidade não estão adequadas para estabelecer um planejamento do comportamento futuro da inflação. Sendo assim, esse índice propõe uma normalização no índice de Sicsú (2002) com intervalo $[0,1]$, e na proposta de Svensson (2000). Desse modo a equação ICsn, segue:

$$ICsn = \begin{cases} 1 & \text{se } E(\pi) = \pi_t \\ 1 - \frac{1}{\pi_{tmax}^* - \pi_t} * |E(\pi) - \pi_t| & \text{se } \pi_{tMIN}^* < E(\pi) < \pi_{tMAX}^* \\ 0 & E(\pi) \leq \pi_{tMIN}^* \quad \text{ou} \quad E(\pi) \geq \pi_{tMAX}^* \end{cases}$$

Onde $E(\pi)$ é a expectativa de inflação do mercado, π_t é o centro da meta de inflação definida pelo Banco Central e os π_t^* são os limites das bandas, máximo e mínimo da inflação estimada. De acordo com o apresentado acima, nota-se que: se a inflação esperada é igual a meta

estipulada, o BACEN apresenta uma credibilidade máxima, igual a 1. Contudo, caso a inflação esperada pelos agentes esteja situada entre os limites, a credibilidade estará entre os valores (0,1). Por fim, quando a inflação esperada estiver além dos limites máximo e mínimo daqueles definidos pelo BACEN este não possui credibilidade.

Com base nesses índices apresentados, o presente trabalho calculou para o sistema de meta de inflação no Brasil a credibilidade alcançada pelo Banco Central com a aplicação desse regime, depois de julho de 2001. Apesar de o estudo realizar uma estimativa da credibilidade do banco sob o regime de metas de inflação e esse ter se iniciado em junho de 1999, a fonte na qual os dados sobre a expectativa de inflação foram retirados apenas fornecia informação a partir de julho de 2001 até agosto de 2014, último ano em que a economia brasileira apresentou um comportamento mais ou menos estável.

A base de dados referente à expectativa média de inflação do mercado-IPCA utilizada na busca de estimação dos índices apresentados foi retirada no banco de dados do IPEA-data, contudo, a fonte de dados utilizada é do IBGE. Com a finalidade de mensurar a credibilidade foi utilizado a série histórica de periodicidade mensal dos últimos 13 anos, contando de julho de 2001 até agosto de 2014, ao todo foram estimados 158 meses. Foi utilizado o IPCA em virtude de ser a referência na estimação da meta da inflação.

O Conselho Monetário Nacional define os valores para a meta de inflação e os intervalos de variação. O Banco Central do Brasil é o responsável por divulgar esses dados. Neste caso, a meta e a banda aplicada na mensuração foram retiradas da série histórica divulgada pelo BACEN. No caso das revisões ocorridas em 2003 para as metas de 2003 e 2004 e na de 2004 para 2005, os valores considerados foram os implementados depois da revisão. Na Tabela 2 é possível visualizar as metas e as bandas divulgadas, assim como o IPCA registrado no período.

Tabela 2- Os anos com as respectivas metas de inflação, as bandas e a expectativa de inflação do mercado

Ano	Meta (%)	Banda (+/-)	IPCA (%) a.a.
2001	4	2	7,67
2002	3,5	2	12,53
2003	8,5	2,5	9,3
2004	5,5	2,5	7,6
2005	4,5	2,5	5,69
2006	4,5	2	3,14
2007	4,5	2	4,46
2008	4,5	2	5,9
2009	4,5	2	4,32
2010	4,5	2	5,91
2011	4,5	2	6,5
2012	4,5	2	5,84
2013	4,5	2	5,91
2014	4,5	2	6,59*

Fonte: Dados do Banco Central do Brasil, elaboração do próprio autor.

*IPCA acumulado nos últimos 12 meses até o mês de outubro de 2014³

A inflação apresentada na Tabela acima é de forma ilustrativa, uma vez que para o cálculo dos índices de credibilidade é apenas levado em consideração a inflação das expectativas do mercado e a meta. A amostra estudada nesse trabalho corresponde ao período de julho de 2001 a agosto de 2014.

É importante salientar que a metodologia para verificar a credibilidade da autoridade monetária sob o RMI pressupõe que o Banco Central possui a liberdade de determinar a taxa básica de juros, dado pela taxa Selic, para forçar a convergência da taxa de inflação efetiva à meta de inflação pré-estabelecida pelo COPOM. Esta metodologia, inclusive, serve para verificar se a autoridade monetária está sujeita a influências dos ciclos políticos-eleitorais. Se este for o caso, espera-se que

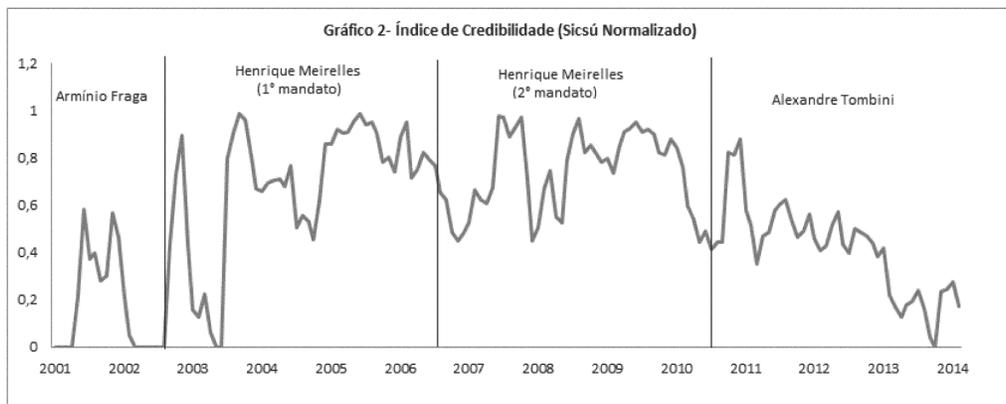
os indicadores de credibilidade mostrem a deterioração da credibilidade nos anos eleitorais.

4 Resultados e Discussão

Com base na metodologia supracitada o presente trabalho mediu, a partir de julho de 2001 até outubro de 2014, a credibilidade do Banco Central brasileiro sob o regime de metas de inflação. O índice desenvolvido por Siscú (2002) e normalizado por Mendonça (2004) apresentou nesse período uma significativa volatilidade.

De acordo com a mensuração do índice de Mendonça (2004) a credibilidade do Banco Central apresentou média de 0,56. Desconsiderando os anos com índice nulo (quando a inflação efetiva extrapolou os limites da banda de inflação) observou-se que após janeiro de 2004 a credibilidade estimada evidenciou queda de 0,03% a.a. O ano de 2005 apresentou o melhor desempenho anual de credibilidade, contudo, março de 2004 registrou o maior índice mensal de credibilidade ao longo do período em torno de 0,984. O período que registrou o menor índice calculado foi março de 2014. Neste mês o índice estimou credibilidade em torno de 0,04. Os anos de 2004 a 2010 foram o período que o índice teve a maior tendência contínua de elevada credibilidade. Nesses anos os valores apresentaram média de 0,759, apesar de algumas quedas em terminados períodos. Os demais anos não apresentaram uma tendência significativa. A evolução do índice ao longo de cada ano pode ser observada por meio da Figura 1.

Figura 1 Índice de Credibilidade (Siscú Normalizado) entre 06/2002 a 08/2014



Conforme observado na Figura 1, é possível visualizar que o Banco Central durante o mandato do presidente Armínio Fraga apresentou a mais baixa média de credibilidade, o que pode ser constatado em seus dois últimos anos quando a credibilidade teve média em torno de 0,19. O Banco Central durante o mandato de Fraga apresentou credibilidade nula em oito meses. Ainda assim, apresentou valor máximo registrado de 0,58 em dezembro de 2001.

Fraga presidiu de 4 de março de 1999 a 1º de janeiro de 2003, após a implementação do regime de metas, e foi o presidente que ficou por menos tempo. O início de mandato do Armínio Fraga apresentou constante aumento da credibilidade do BC. Contudo, acreditasse que o fator eleitoral tenha influenciado e promovido a elevada queda na credibilidade durante o mandato de Fraga. Isto porque, de um lado, a economia brasileira passou por forte instabilidade devido ao receio do mercado financeiro em relação a possível vitória do então candidato a presidência, o hoje ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva.

Henrique Meirelles presidiu o Banco Central do Brasil, durante o governo de Lula, de 1º de janeiro de 2003 a 31 de dezembro de 2010 e a média da credibilidade de todo o seu mandato foi de aproximadamente 0,699. Apesar do índice também ter apresentado credibilidade zero, esta foi registrada apenas nos dois primeiros e nos dois últimos meses de

2003. Durante o seu primeiro ano como presidente a credibilidade do BC, em média, foi em torno de 0,255.

De acordo com os dados, durante o mandato de Meirelles no Banco Central, o índice de credibilidade estimou dois picos com mesmo valor, de 0,984 em março de 2004 e dezembro de 2005. Neste contexto, observa-se que durante o primeiro mandato de Meirelles, apesar de o primeiro ano apresentar uma inflação efetiva próxima ao teto superior da banda, ele conseguiu que a autoridade monetária adquirisse maior credibilidade nos anos posteriores. Em especial, nota-se que o ano de 2006 registrou melhor desempenho de credibilidade, com índices bem próximos a 1.

O seu segundo mandato foi marcado pelo começo da crise financeira internacional. O ano de 2007 começou apresentando uma queda no índice de credibilidade que chegou a marcar 0,45. Porém, terminou o ano com credibilidade próxima a um, de 0,975. Em 2008 o índice de credibilidade sofreu uma forte queda que parece ter decorrido do aprofundamento da crise financeira nos EUA e Europa, dois dos principais parceiros comerciais do Brasil.

Já o ano de 2009 foi o único que registrou crescimento mensal do índice de credibilidade. Durante esse ano o índice de credibilidade apresentou ganhos mensais de 0,007% a.m. Apesar da crise financeira internacional o Banco Central conseguiu manter a taxa de inflação efetiva próximo à meta de inflação, o que sugere que a crise financeira não foi determinante para a perda de credibilidade dos anos posteriores.

Mesmo com a excessiva oscilação dos índices, conforme observado na Figura 1, o mandato de Henrique Meireles foi o de maior credibilidade registrada no período em estudo. Neste sentido, nota-se que apesar do mercado estar inicialmente descrente com o novo governo Meirelles, juntamente com sua equipe técnica, conseguiu construir um ambiente macroeconômico no qual a autoridade monetária desfrutou de elevada credibilidade.

Com a eleição da hoje ex-presidente Dilma Rousseff, o presidente do Banco Central passou a ser o economista Alexandre Tombini. Du-

rante o seu mandato, os índices de credibilidade apresentaram desempenho abaixo da média do período. A média estimada de janeiro de 2011 a agosto de 2014 ficou em torno de 0,478. O ano de 2011 foi o que apresentou melhor desempenho. Durante três meses os índices chegaram perto de 1, representando significativa credibilidade. Entretanto, de agosto de 2013 até o último mês analisado o Banco Central apresentou queda na credibilidade de forma sucessiva. Além disso, vem desempenhando um índice mensal de credibilidade menor que a média, 0,18. No período de janeiro de 2011 até agosto de 2014 ocorreu a mais prolongada queda na credibilidade sob o RMI. O máximo registrado foi 0,92, o mínimo chegou a 0,04. Neste sentido, nota-se uma tendência de extremo declínio na credibilidade do Banco Central durante o mandato do Tombini, em particular nos últimos dois anos.

A análise completa do período permite afirmar que nos anos eleitorais a credibilidade do Banco Central, medida pelo índice de Sicsú normalizado, apresentou forte queda. Enquanto, por outro lado, nos períodos imediatamente posteriores a crise financeira internacional a credibilidade esteve em patamar acima de 0,5, a exceção do ano de 2008. Com efeito, é possível afirmar que a queda da credibilidade do Banco Central está mais correlacionada com o ciclo eleitoral do que com a crise financeira internacional.

5 Conclusão

Este trabalho apresentou um índice de credibilidade da autoridade monetária baseado nos trabalhos de Sicsú (2000) e na normalização deste realizada por Mendonça (2004). O índice de Mendonça (2004) ou, igualmente, de Sicsú normalizado, observou que ao longo da vigência do regime de metas de inflação a credibilidade do Banco Central manteve-se em patamares elevados, apesar de sua grande volatilidade, contudo, é perceptivo uma tendência de deterioração dos índices de credibilidade nos anos eleitorais.

Pela análise feita em relação à credibilidade do Banco Central sob o mandato do ex-presidente Armínio Fraga percebe-se que o início do RMI apresentou uma melhora a partir de 2001. Contudo, no ano eleitoral de 2002 houve uma forte queda na credibilidade da autoridade monetária. Os principais motivos dessa queda foram, a nosso ver, a perspectiva da mudança de governo do Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB), de orientação de centro-direita, para o Partido dos Trabalhadores (PT), de orientação de centro-esquerda; combinadas com uma política monetária menos restritiva em relação aos valores da Selic necessários para controlar a inflação.

As análises feitas sobre a credibilidade do BC sob a presidência de Henrique Meirelles, foi dividida em dois mandatos. O primeiro foi marcado pelo receio inicial da perda da autonomia do Banco Central, o que se mostrou equivocado. Neste período, a média da credibilidade da autoridade monetária foi em torno de 0,65, um valor relativamente elevado. No segundo mandato, o BC apresentou índices passando para uma média de credibilidade de 0,74, valor muito próximo da média do período em estudo.

Por fim, em relação a credibilidade do Banco Central durante o mandato de Alexandre Tombini, constatou-se uma tendência de queda contínua e, em particular, no ano eleitoral de 2014. Evidenciando a perda de autonomia da política monetária neste período e, por consequência, a níveis mais elevados de inflação em relação a meta de inflação estabelecida pelo COPOM.

Neste sentido, acredita-se que a hipótese levantada por essa pesquisa a respeito da perda de credibilidade em decorrência dos ciclos político-eleitorais parece estar correta. Conforme observado, os anos que se seguiram a crise financeira de 2007/8 demonstraram uma tendência de crescimento da credibilidade do Banco Central Brasileiro.

A conclusão principal do trabalho é a de que, aparentemente, a autoridade monetária brasileira possui pouca autonomia para ditar a política monetária, particularmente nos anos eleitorais. O que sugere o

uso dos instrumentos a disposição do Banco Central para fins outros que não o de controle da inflação em torno da meta pré-estabelecida pelo COPOM. O que compromete sobremaneira a credibilidade do Banco Central Brasileiro.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL: Séries Temporais. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIETEMP>>. Acesso em datas diversas. 2023a

BANCO CENTRAL DO BRASIL: Série perguntas mais frequentes. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq.asp>. Acesso em datas diversas. 2023b.

BARRO, R. J. & GORDON, D. “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, n. 12, pp. 101-121, 1983.

BLINDER, A. S. Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It? *NBER: working paper series*, n. 7161, jun. 1999.

CAVALHO et al, Fernando J. Cardim. *Economia Monetária e Financeira*. Livro 2. Ed., v. 4, 2007.

CECCHETTI, Stephen G.; GROSHEN, Erica L. Understanding Inflation: Implications for Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research Working Papers*, nº 7482, January, 2000.

DOWNS, A. An Economic Theory of Political Action in a Democracy. *Journal of Political Economy*, v. 65, n. 2, p.135-50, abril de 1957.

FAUST, J. e SVENSSON, L.E. Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals. *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, 2001.

KYDLAND, F. e PRESCOTT, E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economic*, vol. 85, n. 3, 473-492, 1977.

KYDLAND, F. e PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. In: PERSSON, T.; TABELLINI, G. Monetary and fiscal policy. *The MIT Press*, 1994. v. 1: Credibility.

LINDBECK, A. Stabilization Policies with Open Economies and Endogenous Politicians. *American Economic Review*, p.1-19, 1976.

MENDONÇA, H. F. de Mensurando a Credibilidade do Regime de Metas Inflacionárias no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 24, n.3(95), p. 344-350, 2004.

MISHKIN, F. *Issues in inflation targeting*. Price stability and the long-run target for monetary policy. Bank of Canada: Ottawa, Canada, 2001.

MISHKIN, F. Inflation targeting in emerging market countries. 2000. (*NBER Working Paper Series*, n. 7618).

MISHKIN, F.; POSEN. Inflation targeting: lessons from four countries. *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 1997.

NAHON, Bruno Freitas.; MEURER, Roberto. *A Relação entre a Credibilidade do Banco Central e a Inflação no Brasil do Regime de Metas Inflacionárias*. 2005.

NORDHAUS, W. The Political Business Cycle. *Review of Economic Studies*, v. 42, p.169-90, 1975.

PADILHA, Rodrigo Ayres. *Metas de Inflação: Experiência e questões para os países em desenvolvimento*, 2007.

PERSSON, T.; TABELLINI, G. *Political Economics: Explaining Economic Policy*. MIT Press, 2000.

ROCHA, Marcos. *A experiência internacional de regime de metas de inflação: uma análise com painel dinâmico*, [S. l. : s. n.], 2008

SICSÚ, J. Expectativas Inflacionárias no Regime de Metas de Inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. *Economia Aplicada*, vol.6, n.4, 703-711, 2002.

SVENSSON, Lars. Inflation Forecast Targeting: Implementing and

Monitoring Inflation Targets. *European Economic Review*, Vol. 41, nº6, 1111-1146. 1997.

TEJADA, C.; NETO, A.; LEAL, R. *Credibilidade não linear para metas de inflação no Brasil*. 2012

Anexo

Tabela A1: Países adeptos ao Sistema de Metas de inflação

	Data de adoção* (Ano / Trimestre)	Inflação na Época da Adoção	Meta Inicial** (e/ou banda)	Meta Atual*** (e/ou banda)	Índice Utilizado ^b
Países em Desenvolvimento					
Israel	1997 / 2º	8,5	7 - 10	1 - 3	IPC
República Tcheca	1998 / 1º	13,1	5,5 - 6,5	3 (+/- 1)	IPC
Polônia	1998 / 4º	9,9	8 - 8,5	2,5 (+/- 1)	IPC
Brasil	1999 / 2º	3,3	8 (+/- 2)	4,5 (+/- 2)	IPC
Chile	1999 / 3º	2,9	2 - 4	2 - 4	IPC
Colômbia	1999 / 3º	9,3	15	4,5 (+/- 0,5)	IPC
África do Sul	2000 / 1º	2,3	3 - 6	3 - 6	Núcleo
Tailândia	2000 / 2º	1,7	0 - 3,5	0 - 3,5	Núcleo
Coréia do Sul	2001 / 1º	3,2	3 (+/- 1)	2,5 - 3,5	Núcleo
México	2001 / 1º	8,1	< 6,5	3 (+/- 1)	IPC
Hungria	2001 / 2º	10,5	7 (+/- 1)	3,5 (+/- 1)	IPC
Peru	2002 / 1º	-0,8	2,5 (+/- 1)	2,5 (+/- 1)	IPC
Filipinas	2002 / 1º	3,8	5 - 6	4 - 5	IPC
Eslováquia	2005 / 1º	3,2	3,5 (+/- 1)	2,5 (+/- 1)	HICP
Indonésia	2005 / 3º	7,8	6 (+/- 1)	5,5 (+/- 1)	IPC
Romênia	2005 / 3º	8,8	7,5 (+/- 1)	5 (+/- 1)	IPC
Países Desenvolvidos					
Nova Zelândia	1990 / 1º	7,0	0 - 2	1 - 3	IPC
Canadá	1991 / 1º	6,2	1 - 3	1 - 3	IPC
Inglaterra	1992 / 4º	3,6	1 - 4	2	IPC
Suécia	1993 / 1º	4,8	2 (+/- 1)	2 (+/- 1)	IPC
Austrália	1993 / 2º	1,9	2 - 3	2 - 3	IPC
Islândia ^a	2001 / 1º	3,9	2,5 (+3,5)	2,5 (+/- 1,5)	IPC
Noruega ^a	2001 / 1º	3,7	2,5 (+/- 1)	2,5 (+/- 1)	IPC

Fonte: IMF (2006) e Bancos Centrais - Elaboração própria.

* A data de adoção segue em geral a classificação do FMI (IMF 2006).

** Segundo os bancos centrais, a meta e/ou banda refere-se ao valor vigente para o ano de adoção ou primeira meta adotada, pois muitos países já anunciavam metas e/ou bandas diferentes para os anos seguintes.

*** Meta para 2006, segundo os bancos centrais.

a) Noruega e Islândia perseguem a meta como um ponto e não um centro da banda, no entanto, o banco central só é requisitado a dar explicações sobre a falha em atingir a meta, caso ela saia das bandas apresentadas.

b) Ver pág. 52 para explicações sobre os índices de preços.

Fonte: Baseado em Garcia (2007)

