


2011-2018: MENSURAÇÃO DA CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA

Lázaro Cezar Dias

Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Ouro Preto (Ufop) e mestrando em Economia e Desenvolvimento pela Universidade Federal de Santa Maria (UFSM).


E-mail: lzr.cezar@gmail.com

 <https://orcid.org/0000-0003-1051-6054>

Carolina Coelho Ferreira

Mestra em Economia pela Universidade Federal do Espírito Santo (Ufes) e bacharela em Relações Internacionais pela Universidade Vila Velha (UVV).


E-mail: carol.coelho2@gmail.com

 <https://orcid.org/0000-0003-4223-908X>

Vinícius Fernandes de Assis

Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF) e mestrando em Economia Aplicada pela Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF).

E-mail: assis.viniciusf@gmail.com

 <https://orcid.org/0000-0003-2909-8542>



Este artigo está licenciado com uma Licença Creative Commons - Atribuição-NãoComercial 4.0 Internacional

Como citar este artigo: Dias, L. C., Ferreira, C. C., & Assis, V. F. (2020). 2011-2018: mensuração da credibilidade da política monetária brasileira. *Revista de Economia Mackenzie*, 17(2), 94-113. doi:105935/1808-2785/rem.v17n2p.94-113

Recebido em: 9/3/2020

Aprovado em: 14/7/2020

Resumo

Este artigo tem como principal objetivo analisar as variações da credibilidade da política monetária brasileira entre os anos de 2011 e 2018, salientando a alternância da presidência do Banco Central do Brasil. Esse objetivo pode ser segmentado em dois mais específicos: i) mensurar a credibilidade da política monetária brasileira entre os anos de 2011 e 2018; ii) analisar se a teoria proposta por Rogoff (1985) se aplica ao caso brasileiro neste período. Tal teoria afirma que a escolha de um agente do mercado financeiro, notoriamente avesso à inflação para a presidência do Banco Central, resulta em ganho de credibilidade. Os resultados demonstram bastante variabilidade do índice ao longo da série analisada, mas apontam para maior estabilidade durante a gestão Goldfajn em comparação à de Tombini. Conclui-se que a hipótese de Rogoff só deve ser considerada após incluídos nas análises os fatores conjunturais que interferiram sobremaneira nas variações do índice.

Palavras-chave: Credibilidade da política monetária; regime de metas de inflação; Banco Central do Brasil; Selic; IPCA.

JEL: E3, E13, E42.

1

INTRODUÇÃO

A estabilização de preços via controle das expectativas de inflação tornou-se o objetivo central das políticas monetárias em diversos países, uma vez que períodos nos quais se observa alta inflação tendem a afetar negativamente variáveis como o produto e emprego. As últimas duas décadas da economia brasileira vivenciaram tanto períodos de valorização do salário mínimo como um reflexo do *boom* das *commodities*, quanto anos com altas de inflação e desemprego, principalmente pós-crise financeira de 2007-2008.

As políticas monetárias do governo Lula aparentemente foram capazes de agradar tanto os rentistas quanto os empresários do ramo industrial (Singer, 2015; Bresser-Pereira, 2018), tarefa que Dilma Rousseff não foi exitosa em realizar, tendendo mais para os interesses dos empresários do ramo industrial, política econômica intitulada por alguns autores (como Barbosa Filho, 2017), de Nova Matriz Econômica e, por outros, como Agenda Fiesp (Cagnin, Prates, Freitas & Novais (2013); Carvalho, 2018; Martins, 2017).

A valorização dos salários ao longo da década 2001-2010 causou a chamada inflação de serviços e explica parcialmente os altos níveis do IPCA no primeiro governo de Dilma Rousseff. Os salários mais valorizados durante o governo Lula expandiram a demanda no setor e aumentaram os custos de produção para os empresários, que no intuito de maximizarem seus lucros repassaram tais custos aos preços dos serviços (Giovannetti & Carvalho, 2015). Esse fenômeno é histórico e se dá, entre outros fatores, pela característica da economia brasileira com alto grau de indexação¹ e inércia inflacionária.

Nesse contexto de políticas públicas fiscal e monetária, analisar a forma como os agentes do mercado financeiro respondem às tais ações torna-se essencial para o planejamento de políticas futuras. Uma das formas de analisar tal padrão de comportamento do mercado ante a conduta da política monetária é avaliar sua credibilidade. Dessa forma, o artigo tem como principal objetivo analisar se houve ganho de credibilidade da política monetária brasileira entre os anos de 2011 e 2018, após a alternância da presidência do Banco Central do Brasil (BCB). Esse objetivo pode ser segmentado em dois mais específicos: i) mensurar a credibilidade da política monetária brasileira entre os anos de 2011 e 2018 e ii) analisar se a teoria proposta por Rogoff (1985) se aplica ao caso brasileiro nesse período. Tal teoria afirma que a escolha de um agente do mercado financeiro notoriamente avesso à inflação para a presidência do Banco Central resulta em ganho de credibilidade.

É importante salientar que as políticas monetária e fiscal têm relação direta, todavia, trataremos majoritariamente da política monetária do governo brasileiro no período em questão. O texto encontra-se estruturado em quatro seções além dessa introdução. A segunda seção apresenta o embasamento teórico sobre o Regime Monetário de Metas de Inflação (RMMI), credibilidade da política monetária e reputação dos bancos centrais. A terceira seção apresenta

1 Para mais informações a respeito do perfil de indexação da economia brasileira, ver: A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil, de Marcelo de Paiva Abreu (Org.), São Paulo: Atlas, capítulos 12, 13, 14 e 15.

metodologia de mensuração do índice proposta por De Mendonça (2004) e seus resultados. Já a quarta seção apresenta a análise dos resultados. Breves considerações finais concluem o artigo.

2

PROPOSTAS DE CONDUÇÃO ÓTIMA DA POLÍTICA MONETÁRIA

■ 1.2. O debate “regras versus discricção”

Na macroeconomia tradicional, é consenso que o principal objetivo da política monetária deva ser o controle dos níveis de preços. No entanto, a decisão acerca da condução adequada dessa política fez emergir no campo teórico a controvérsia entre a adoção de regimes de regras e regimes discricionários. O debate entre regras e discricção opõe monetaristas e não monetaristas e emerge, especialmente, a partir de 1970 com a incorporação da teoria de expectativas racionais na política monetária (Kydland & Prescott, 1977; Bernanke & Mishkin, 1997; Clarida, Gali, & Getler, 1999).

No regime discricionário, onde a autoridade monetária tem autonomia para implementar as decisões que considera adequadas ao período, é frequente que sua política provoque choques inflacionários *ex-post* visando o crescimento do produto. No entanto, tal ação discricionária pode ter efeitos reduzidos no longo prazo à medida que os agentes privados ajustam suas expectativas de inflação. Em outras palavras, os agentes têm a possibilidade de “prever” os choques futuros enquanto se tornam cientes dos objetivos da política monetária. Dessa forma, segundo os opositores dessa política, as ações discricionárias podem não conduzir a uma situação de equilíbrio que não maximize a função de bem-estar social, tornando a política monetária ineficiente (Barro & Gordon, 1983; Kydland & Prescott, 1977).

Por outro lado, um regime baseado em regras tende a possibilitar melhoras no resultado econômico e aumentar o bem-estar. A relação entre a utilização de regras e as expectativas dos agentes se dá de forma que as decisões dos agentes econômicos no presente dependam de suas expectativas quanto às políticas monetárias futuras. Conforme ressaltado por Kydland e Prescott (1977), a própria mudança no setor administrativo da autoridade monetária

faz com que os agentes possam supor ações futuras e isso impacta diretamente nas suas decisões econômicas.

Nessa esteira, o trabalho de Rogoff (1985) parte da premissa de que a escolha para a presidência da autoridade monetária seja feita tendo como condição necessária – mas não suficiente – a sua personalidade conservadora e avessa à inflação. Segundo o autor, tal conduta do presidente do Banco Central seria capaz de reduzir a inflação média e, além disso, garantir a estabilidade monetária de forma que favoreça o crescimento econômico. Assim, ele sugere que a presidência dos bancos centrais deva ser ocupada por representantes do mercado financeiro, uma vez que o perfil destes profissionais difere, em geral, do perfil médio da população. Ao analisar a relação entre a inflação e o desemprego, Rogoff (1985, p. 1179, tradução nossa²) afirma que os bancos centrais devem se preocupar, primeiramente, com o controle da inflação comparado às taxas de desemprego, uma vez que, “ao se aumentar o compromisso do banco central no combate à inflação, a taxa de inconsistência temporal sobre a inflação salarial será reduzida”.

Baseando-se na premissa de que o governo escolherá um representante que dá maior peso à inflação (comparado ao menor peso atribuído pela sociedade), o incentivo a uma taxa intermediária de inflação pode otimizar o hiato entre inflação e desemprego, já que as expectativas serão menores. No entanto, Rogoff (1985) ressalta que a utilização de regras estritamente rígidas pode impossibilitar a ação do Banco Central frente a choques imprevistos, principalmente os de oferta. Dessa forma, advoga pela adoção de regras intermediárias que garantam certa flexibilidade à política monetária, uma vez que os choques na economia são, na maioria das vezes, aleatórios e inesperados. A esse respeito, De Mendonça (1999, p. 78) aponta a principal crítica ao uso exclusivo do regime de regras:

[...] regras não podem fazer restrições a todos os tipos de choques que possam ocorrer, uma vez que elas restringem apenas um subconjunto de choques relevantes. Sendo assim, é melhor violá-las parcialmente pela implementação de uma conduta discricionária, em períodos nos quais os efeitos do mesmo choque não são ao mesmo tempo grandes e não-antecipados. Portanto, uma resposta vigorosa para choques pode não representar uma tendência inadequada da taxa de inflação.

2 Tal metodologia foi originalmente apresentada por Cecchetti e Krause durante a XXVI Conferência Anual de Política Econômica do Federal Reserve Bank em 2002.

Posteriormente, Walsh (2003) desenvolveu o modelo de Rogoff e concluiu que contratos ótimos entre os agentes poderiam eliminar parte do viés inflacionário presente nos regimes discricionários. Dado o *trade-off* existente entre inflação e desemprego, os pesos atribuídos pelos agentes (tanto os formuladores de política monetária quanto o público) a essas duas variáveis são, na maioria das vezes, distintos e inversamente proporcionais. Por esse motivo, Walsh enfatiza que deve haver uma boa comunicação entre o governo e o Banco Central em primeiro plano, e com o público, em segundo. Tal comunicação ocorre a partir de medidas que promovam maior transparência da política monetária.

Em comparação com o BCB, a autoridade monetária norte-americana, o *Federal Reserve* (FED) não adota um regime de regras explícitas e opera sob um regime discricionário. Algumas estimações sobre a evolução da credibilidade do FED podem ser encontradas nos trabalhos de Croushore e Koot (1994); Demertzis, Marcellino e Viegli (2012); Debortoli e Lakdawala (2016). Yellen (2006) discute algumas das raízes da credibilidade do FED, sendo indicado pela autora a abordagem sistemática do controle inflacionário, a transparência das decisões de política e comunicação periódica a respeito das decisões e as considerações sobre as quais essas decisões são tomadas. Para Le Heron e Carré (2006), uma estratégia de construção de credibilidade por parte da autoridade monetária envolve um banco central que adota um modelo de operação (ou comportamento) a ser seguido. A autoridade comunica o que vai fazer e faz o que foi dito. De acordo com os autores, a cadeia simplificada de uma estratégia de credibilidade é: regra – comprometimento – execução (*enforcement*) – transparência – credibilidade.

Segundo De Mendonça e Inhudes (2010), em países cujos bancos centrais já detêm reputação, conquistada ao longo dos anos, mais transparência pode não ser necessariamente benéfico. Ao contrário, países em desenvolvimento, como é o caso do Brasil e seus vizinhos latino-americanos, tratar de suas políticas monetárias com mais transparência poderá implicar impactos positivos e significativos em variáveis macroeconômicas como emprego e produto, dada a incerteza presente nessas economias. O autor explica:

De acordo com Geraats (2002), dois efeitos estão relacionados à transparência: o efeito incerteza e o efeito incentivo. O primeiro está relacionado ao fato de que a presença de informação assimétrica gera incerteza para os agentes econômicos que precisam aprender por experiência própria e permite a outros tirarem vantagem da presença de informação privada. O segundo efeito refere-se à tentativa dos agentes econômicos que possuem acesso à informação privada influenciarem o comportamento dos demais por meio da divulgação de informações (De Mendonça & Inhudes, 2010, p. 160).

Em suma, a efetividade da política monetária, a partir da teoria de expectativas racionais, relaciona-se diretamente à transparência adotada pela autoridade monetária, buscando manter a inflação em níveis baixos e estáveis (De Mendonça, 2006). Dessa forma, tais análises sugerem a adoção de uma estrutura que contenha um regime baseado em regras e, não obstante, certa flexibilidade para ações discricionárias quando se julgar necessário. O regime de metas de inflação cumpre essa função e será brevemente apresentado a seguir.

■ 2.2. O regime monetário de regras de inflação

As âncoras nominais são políticas monetárias capazes de atuar sobre as expectativas dos agentes econômicos a fim de manter estáveis os níveis de preços de uma economia. A adoção de novo regime de âncora nominal para controlar os níveis inflacionários ocorre, em termos gerais, de forma indissociável à conjuntura política e macroeconômica de qualquer país. Tais âncoras agem de forma a “amarrar” as expectativas de inflação, limitando o valor da moeda doméstica e, por conseguinte, reduzindo as variações dos níveis de preço. Em geral, estão disponíveis aos agentes de política monetária quatro tipos de âncoras nominais, a saber, i) meta cambial; ii) meta de inflação; iii) meta monetária; e iv) política monetária sem âncora nominal explícita (Bernanke & Mishkin, 1997; Mishkin, 1999).

O regime de metas de inflação vem sendo utilizado como âncora nominal pela vasta maioria dos países industrializados desde sua criação na Nova Zelândia, ao final da década de 1980. Segundo Bernanke e Mishkin (1997), esse regime, além de garantir maior flexibilidade e transparência à política, tem a característica de ser uma estrutura. Dessa forma, o regime de metas de inflação não deve ser considerado estritamente um regime de regras, respondendo às questões suscitadas principalmente por Rogoff (1985) e Walsh (2003).

No Brasil, o Regime Monetário de Metas Inflação (RMMI) cumpre a função de âncora e utiliza a taxa básica de juros (Selic) como instrumento para convergir a expectativa de inflação com a meta previamente estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Para tanto, o BCB, através das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), faz uso de sua autonomia operacional, alterando a taxa Selic de forma que a inflação grave em torno da meta. Como explica Barbosa Filho (2017, p. 52), “a política monetária eleva a taxa de juros em momentos de crescimento da inflação e reduz a taxa Selic em momentos de desaceleração inflacionária”.

No entanto, é a credibilidade expressa pela política monetária que produz os efeitos desejados sobre as expectativas dos agentes econômicos e garante a eficiência do regime adotado. Por sua vez, a credibilidade da política monetária relaciona-se diretamente à reputação da autoridade monetária, de forma que a política monetária adotada por um banco central tenderá a ser tão crível quanto maior for a sua reputação.

Se por um lado a credibilidade da política monetária afeta a formação de expectativas dos agentes econômicos no curto prazo, a reputação da autoridade monetária só poderá ser construída ao longo do tempo, dependendo dos desvios ocorridos quanto às metas anteriores. Para Sicsú (2002), políticas monetárias com credibilidade poderão existir apenas se advindas de uma autoridade monetária com alta reputação. Da mesma forma, a baixa reputação impacta negativamente na credibilidade da política a ser aplicada.

A flexibilidade inerente ao regime de metas pode ser observada através da utilização de bandas inflacionárias, que estabelecem limites inferior e superior à meta estabelecida. Dessa forma, quanto mais larga for a banda, mais flexível será a política monetária, uma vez que aumentará a probabilidade de a meta ser alcançada. Contudo, De Mendonça (2006) ressalta que tal alargamento da banda pode impactar negativamente na formação das expectativas dos agentes, de forma que a banda superior seja incorporada à meta pelos agentes caso a política careça de credibilidade.

O autor ressalta ainda que o sucesso da política anti-inflacionária depende diretamente da confiança que os agentes econômicos atribuem à política, desde a sua implementação até seu término. Dessa forma, busca-se reduzir a incerteza por meio da ampliação de medidas de transparência. Como exemplo, o BCB disponibiliza as Atas das reuniões do Copom de forma periódica e pública. É a partir delas que os agentes se tornam cientes das previsões realizadas para a taxa de juros e formam suas expectativas, conferindo transparência ao regime. Segundo De Mendonça (2006, p. 194) “o fato do BCB preocu-

par-se em revelar que a estabilidade de preços é o objetivo prioritário, assim como a diretriz para o comportamento da taxa de câmbio e da taxa de juros, denota claro o aumento na transparência das ações da autoridade monetária”.

Outra ferramenta de transparência utilizadas pelo BCB é a publicação do Relatório Focus, adotado a partir de janeiro de 2001. O relatório resume as expectativas do mercado para diversos indicadores macroeconômicos e os apresenta para o ano corrente e anos futuros. A partir dele, pode-se comparar as previsões anteriores com os resultados efetivos de forma a avaliar as tendências das expectativas e a própria credibilidade da política monetária sobre o controle da inflação. Segundo o BCB (2018), “seu objetivo é monitorar a evolução das expectativas de mercado para as principais variáveis macroeconômicas, de forma a gerar subsídios para o processo decisório da política monetária”.

Dessa forma, a credibilidade da política monetária é afetada diretamente pelo grau de transparência do regime, e maior transparência assegura à política dois benefícios em particular: i) redução de incerteza; e ii) aumento da responsabilidade na condução da política monetária. A esse respeito, De Mendonça (2006) afirma que a transparência age como uma blindagem face às pressões políticas. Países que atravessam períodos de instabilidade política terão de lidar com as expectativas *ex-ante* e *ex-post*, dada a grande incerteza presente no mercado financeiro.

A partir desse contexto, a próxima seção fará a mensuração da credibilidade da política monetária brasileira entre os anos de 2011 e 2018, analisando se as variações entre ganhos e perdas de credibilidade do período têm relação com a teoria proposta por Rogoff (1985) na introdução deste artigo. A metodologia utilizada para o cálculo é apresentada a seguir.

3

METODOLOGIA PARA MENSURAÇÃO DO ÍNDICE E BASE DE DADOS

A mensuração da credibilidade da política monetária praticada pelo BCB entre 2011 e 2018 será apresentada nesta seção com base na metodologia proposta por De Mendonça (2004)³. A escolha do índice justifica-se por sua ade-

3 Tal metodologia foi originalmente apresentada por Cecchetti e Krause durante a XXVI Conferência Anual de Política Econômica do Federal Reserve Bank em 2002.

quação ao RMMI vigente do Brasil, e atende às recomendações de Svensson (1999), onde a credibilidade da política pode ser medida pela diferença entre a inflação esperada e a sua meta. O índice se apresenta da seguinte forma:

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

Onde:

IC é o índice de credibilidade da política monetária;

$E(\pi)$ é a expectativa de inflação;

π_t é a meta central de inflação anunciada para o período;

π_t^* é referente às bandas de inflação superior (π_{tMAX}^*) ou inferior (π_{tMIN}^*).

O índice é normalizado e varia entre 0 e 1, contemplando os desvios da inflação esperada em relação à sua meta. Aponta credibilidade máxima ($IC=1$) quando a expectativa de inflação for igual à meta, e credibilidade nula ($IC=0$) em dois casos: quando expectativa de inflação for i) maior ou igual à banda superior; e ii) menor ou igual à banda inferior. O índice decresce de forma linear à medida que a expectativa inflacionária se distancia da meta anunciada. Em outras palavras, irá variar entre 0 e 1 caso a expectativa de inflação esteja contida entre as bandas inferior e superior.

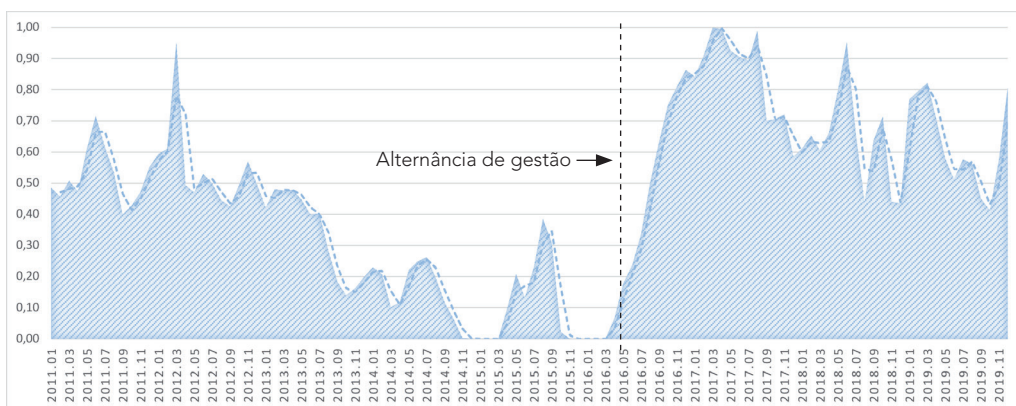
Segundo Silva (2018), o índice proposto sofre de dois problemas: (i) a arbitrariedade existente na escolha da função e (ii) a abordagem é descritiva e não associa o nível de credibilidade aos fundamentos da economia. De forma a contornar parte do segundo empecilho, indicamos na seção de resultados alguns acontecimentos conjunturais e fatores apontados pela literatura do tema que possam, ainda que parcialmente, explicar as flutuações de ganho ou perda bruscas em credibilidade da autoridade monetária.

A base de dados contendo as expectativas de inflação foram obtidas através pela Pesquisa de Expectativas de Mercado, divulgadas pelo relatório Focus, mencionado na seção anterior. O comportamento da credibilidade e pode ser

observado no Gráfico 3.1. Já a Tabela 3.1 apresenta as médias trimestrais do índice de credibilidade durante o período, bem como as taxas Selic e inflação acumulada pelo IPCA para o mesmo período. Obteve-se o IPCA e a taxa Selic pelo Ipeadata.

Gráfico 3.1

Comportamento e média móvel do IC entre 2011 e 2018



Fonte: Elaborado pelos autores a partir de dados do Banco Central do Brasil (BCB) e Ipeadata.

Tabela 3.1

Índice médio de credibilidade, Selic média e IPCA trimestrais

Trimestre	Índice de credibilidade	Selic*	IPCA*	Trimestre	Índice de credibilidade	Selic*	IPCA*
2011.1	0,48	11,25	2,42	2015.1	0	12,25	3,78
2011.2	0,6	12	3,81	2015.2	0,15	13,25	6,02
2011.3	0,52	12,25	4,87	2015.3	0,31	14,08	7,4
2011.4	0,48	11,5	6,32	2015.4	0,01	14,25	10,19
2012.1	0,72	10,42	1,22	2016.1	0	14,25	2,6
2012.2	0,5	9,08	2,3	2016.2	0,16	14,25	4,34
2012.3	0,46	7,83	3,71	2016.3	0,49	14,25	5,38
2012.4	0,52	7,25	5,69	2016.4	0,81	14	6,12
2013.1	0,46	7,25	1,93	2017.1	0,92	12,5	0,96
2013.2	0,44	7,58	3,11	2017.2	0,94	10,92	1,18
2013.3	0,29	8,67	3,73	2017.3	0,86	9,25	1,77
2013.4	0,17	9,67	5,76	2017.4	0,67	7,58	2,91
2014.1	0,18	10,58	2,16	2018.1	0,62	6,75	0,7
2014.2	0,2	11	3,69	2018.2	0,8	6,5	2,58
2014.3	0,19	11	4,52	2018.3	0,58	6,5	3,3
2014.4	0,02	11,33	6,23	2018.4	0,53	6,5	3,69

* Selic média trimestral ao ano.

* IPCA acumulado do ano.

Fonte: Elaborada pelos autores a partir de dados do BCB e Ipeadata.

4

CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA 2011-2018: DISCUSSÃO DE RESULTADOS

O artigo cuja metodologia foi espelhada para este trabalho indica que, apesar do bom desempenho em 2000, há clara ruptura da credibilidade do BCB entre março e abril de 2001 e, ademais, a partir de julho, o índice torna-se nulo. O racionamento de energia elétrica, a crise que se anunciava na Argentina e a queda na atividade econômica mundial, segundo o autor, tiveram significativos impactos no desempenho insatisfatório para os meses seguintes (De Mendonça, 2004). Numa análise do período 2001-2012, por meio da captura das variações do prêmio de risco de inflação presente em ativos financeiros, Guedes (2012) corrobora a usual falta de credibilidade da autoridade monetária do Brasil.

Os índices calculados por Silva (2018) – apresentam resultados que se afastam dos extremos 0 e 1 –, configuram uma alternativa aos comumente utilizados pela literatura do tema. Segundo o autor, à medida que aumenta o hiato do produto, a credibilidade da política monetária se reduz. Ainda, comparativamente a Henrique Meirelles, a gestão de Goldfajn reduz mais a credibilidade da autoridade monetária⁴ que a de Tombini, contrapondo os resultados apresentados a seguir.

■ 4.1 A credibilidade da política monetária na gestão de Alexandre Tombini (2011-2016)

Alexandre Tombini assume a presidência do BCB em janeiro de 2011, substituindo Henrique Meirelles que presidiu o cargo por oito anos durante os governos do ex-presidente Lula. Ao assumir, Tombini pareceu que a princípio seguiria o caráter de altas taxas Selic praticadas ao longo das últimas décadas, e que alocaram o Brasil por muitos anos no *ranking* dos países com as maiores taxas de juros no mundo. Todavia, conforme pode ser observado na Tabela 3.2, houve redução da taxa Selic no terceiro trimestre do mesmo

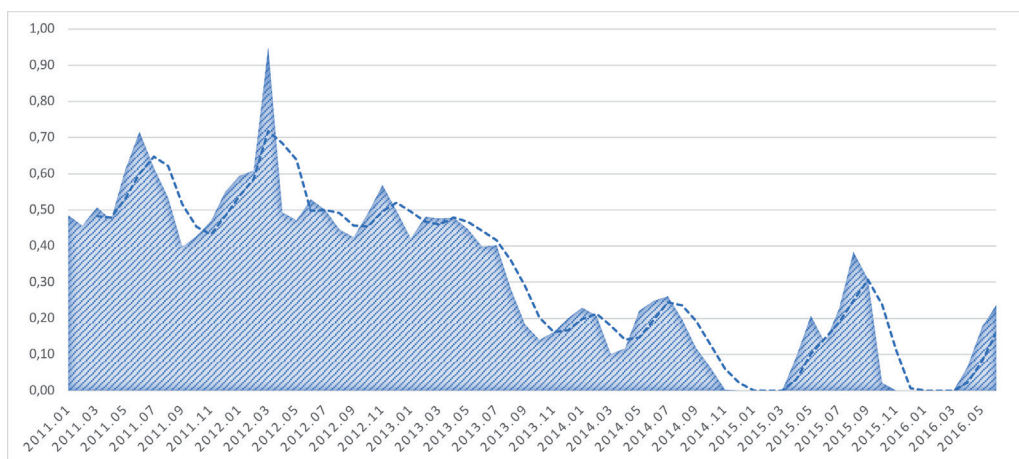
4 O autor inclui ressalva: “a percepção do período em que Ilan esteve à frente do Banco Central é tomada somente a partir de um ano de condução da política monetária, além de ser o seu primeiro, sendo assim necessária certa cautela na análise dos resultados” (Silva, 2018, p. 42).

ano. Tal redução provocou estranhamento em grande parte dos analistas do mercado financeiro e dos amparados pelos dividendos provenientes de aplicações financeiras (Dias & Camargos, 2017; Martins, 2017; Bresser-Pereira, 2018). A esse respeito, Martins (2017, p. 6) afirma:

‘Decisão do Copom choca mesa de economistas’, noticiava o jornal Valor Econômico, em 31 de agosto de 2011. A chamada se referia à decisão há pouco tomada pelo Copom de reduzir em 0,5 pontos percentuais a taxa Selic. Ela ocorreu na contramão das expectativas de economistas do mercado financeiro e foi a primeira vez na história do regime de metas que havia um corte nos juros num momento em que tanto a inflação corrente quanto as expectativas de inflação futura mostravam sinais de aceleração.

Gráfico 4.1

Gestão Tombini: comportamento e média trimestral móvel do IC



Fonte: BCB. Elaborado pelos autores.

Embora a inflação acumulada em 2011 tenha sido 6,32%, houve pouca variação do índice de credibilidade entre o primeiro e o último trimestre do ano. A variação mais expressiva ocorreu, no entanto, no segundo trimestre de

2012 (IC = 0,5). É natural pensar que essa incerteza provocaria um efeito nas expectativas de mercado e possivelmente afetaria a credibilidade da política monetária do BCB. No último trimestre de 2012, a taxa Selic teve baixa (7,25% a.a.). Em nota, o Copom atribuiu a mudança e baixa histórica à crise internacional (relacionada às dívidas de países europeus e questões fiscais dos EUA). No entanto, segundo a análise de Martins (2017), tal decisão por redução da Selic teria sido imposta pelo planalto brasileiro. Para Martins (2017, p. 8), o BCB teria sido leniente à demanda do Governo Central e essa postura teria sido a responsável “por minar sua credibilidade perante o mercado financeiro. A consequência disso seria uma revisão das expectativas de inflação, com impacto nos índices correntes de inflação, que tornariam cada vez mais difícil para o BCB cumprir a meta estipulada”.

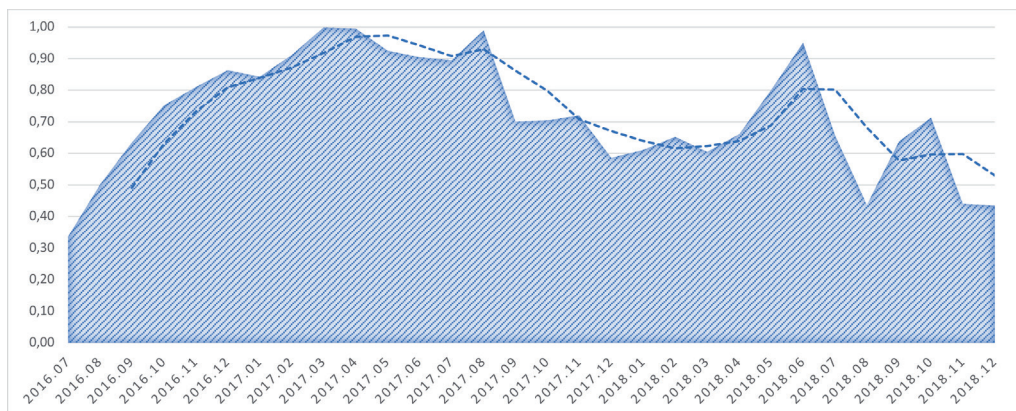
A partir de junho de 2013 há uma clara deterioração da credibilidade atribuída à política monetária, que segue baixa durante todo o ano de 2014, se aproximando à credibilidade nula ao final desse ano. Já 2015 encerra com credibilidade nula, Selic em 14,25% e pico inflacionário de 10,19%. Um pequeno ganho de credibilidade é observado entre julho e agosto desse ano, mas que não ultrapassa a casa de 0,38. É importante também observar que mesmo a baixa credibilidade não se sustenta ao longo do ano, e retorna a zero em novembro. Após esse período, a política monetária segue com credibilidade nula até abril de 2016, intervalo em que ocorria a fase final do processo de *impeachment* de Dilma Rousseff. Barbosa Filho (2017) atribui parte da perda de credibilidade do Banco Central nesse período ao comportamento inconsistente da política monetária, relacionado aos esforços da Nova Matriz Econômica (proposta entre 2011-2012).

Em suma, nota-se no Gráfico 4.1 uma queda acentuada na credibilidade entre o período em que Tombini esteve à frente do BCB. Embora seja uma figura de carreira no mercado financeiro e declaradamente avesso à alta inflação, durante seu mandato houve o maior pico inflacionário do período, em conjunto com alta da taxa Selic e credibilidade oscilando entre baixa, nula e quase nula. De fato, a queda da credibilidade durante o seu mandato diverge da principal hipótese de Rogoff (1985), apresentada na segunda seção deste artigo. O início do mandato presidencial de Michel Temer vem acompanhado de substituição do presidente do BCB. Ilan Goldfajn assume a presidência do BCB em junho de 2016 e o índice de credibilidade durante seu mandato será apresentado na próxima seção.

■ 4.2 A credibilidade da política monetária na gestão de Ilan Goldfajn (2016 a 2018)

Gráfico 4.2

Gestão Goldfajn: comportamento e média trimestral móvel do IC



Fonte: Elaborado pelos autores a partir de dados de BCB.

Os agentes econômicos parecem responder de forma positiva tanto à mudança de gestão presidencial quanto à nomeação do economista, ex-chefe do banco Itaú, Ilan Goldfajn, para comandar o BCB. Munido da manobra de redução da taxa de juros e apoiado pela aprovação da PEC do Teto dos Gastos Públicos⁵ no final de 2016 e da Reforma Trabalhista em meados de 2017, Goldfajn conseguiu manter a credibilidade da política monetária em torno de

5 A Proposta de Emenda Constitucional número 55 e Emenda Constitucional 95, que “institui o Novo Regime Fiscal no âmbito dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social da União, que vigorará por 20 exercícios financeiros, existindo limites individualizados para as despesas primárias de cada um dos três Poderes, do Ministério Público da União e da Defensoria Pública da União; sendo que cada um dos limites equivalerá: I - para o exercício de 2017, à despesa primária paga no exercício de 2016, incluídos os restos a pagar e demais operações que afetam o resultado primário, corrigida em 7,2% e II - para os exercícios posteriores, ao valor do limite referente ao exercício imediatamente anterior, corrigido pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA. Determina que não se incluem na base de cálculo e nos limites estabelecidos: I - transferências constitucionais; II - créditos extraordinários III - despesas não recorrentes da Justiça Eleitoral com a realização de eleições; e IV - despesas com aumento de capital de empresas estatais não dependentes.” (Senado Federal L, 2018).

0,7 entre agosto de 2016 e outubro de 2018. Entre outros fatores, isso ocorreu em conjunto com a queda inflacionária. Segundo Carvalho (2018, p. 173), a desaceleração da inflação em 2017 ocorreu por uma combinação de fatores: “apreciação do real, desemprego elevado e salários em queda, e fim do efeito dos choques de preços administrados e de alimento”.

Importante ressaltar que o ganho de credibilidade ocorreu em detrimento da macroinstabilidade e que caracterizou o ano de 2018. Embora a crise do diesel (que resultou na greve dos caminhoneiros) tenha resultado em impactos significativos na atividade econômica, incluindo extrema incerteza (BCB, 2019; FAE, 2018), a produção interna bruta 2018/2017 teve crescimento de 1,1% (IBGE, 2019).

Em suma, nota-se que houve ganho de credibilidade da política monetária com a alteração da presidência do BCB em 2016. Em outras palavras, nota-se aproximação à teoria defendida por Rogoff (1985) de que a indicação de um indivíduo notoriamente avesso à inflação para o posto de presidente do Banco Central colabora e pode resultar em ganho de credibilidade para a política dessa instituição.

No entanto, ao se traçar uma comparação entre as duas presidências analisadas neste artigo, questiona-se se a hipótese de Rogoff (1985) se sustenta apesar da conjuntura econômica. Deve-se considerar que as perdas e os ganhos de credibilidade da política monetária nos mandatos analisados estiveram diretamente relacionados a fatores domésticos e externos, bem como a acontecimentos políticos. Dessa forma, conclui-se que a teoria de Rogoff (1985) só poderia ter sua eficácia comprovada no caso brasileiro caso fosse empregada à análise um maior nível de abstração teórica, sugerindo que os demais fatores conjunturais se mantivessem constantes.

5

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo analisou o comportamento, no período de 2011 a 2018, da credibilidade da política monetária do Banco Central do Brasil, da inflação anual acumulada fazendo uso do IPCA e da taxa Selic. Atribui-se baixa credibilidade à implementação de políticas monetárias inconsistentes, observadas principalmente entre os anos de 2013 e 2015, e que ganha força efetivamente após a nomeação de uma nova equipe econômica, incluindo um novo presidente do BCB para conduzir a política monetária. As flutuações do indicador

convergem para um cenário remoto de confirmação da tese de Rogoff para o caso brasileiro.

Dilma Rousseff assume o governo em 2011 e indica Alexandre Tombini para a presidência do Banco Central. Nota-se uma queda brusca no índice em agosto do mesmo ano, mês em que o BCB inicia sucessiva redução da taxa básica de juros. Sem muito sucesso, o segundo biênio da gestão Tombini seguiu um caráter mais conservador de condução da política monetária – numa conjuntura onde a redução da banda inflacionária do RMMI de 2,0% para 1,5% pedia por uma política monetária mais rígida –, remetendo à atuação de Henrique Meirelles. A mudança da presidência do Banco Central e medidas econômicas mais contracíclicas e conservadoras, anunciadas pós-*impeachment*, coincidiram com os períodos de manutenção do índice de credibilidade, como pôde ser observado nos gráficos apresentados.

Quase duas décadas após a adoção do RMMI, o Brasil ainda não parece ter tecido uma trajetória que pudesse atribuir (como sugere Sicsú) alta reputação ao BCB, e que tenderia a conceber longos períodos de credibilidade à política monetária. Este trabalho é esforço que tenta contribuir no entendimento do período que compreende os últimos anos e a gestão do BCB associada a esses mandatos presidenciais, mas faz-se importante ressaltar a limitação desta análise de expectativas dos agentes do mercado financeiro, taxas de inflação e Selic, desvinculado de vieses políticos nesse emaranhado de variáveis presentes no cenário econômico nacional. Para os estudiosos do tema, pode configurar um ponto de partida ou amparo para análises futuras e distintas.

2011-2018: MEASURING THE CREDIBILITY OF THE BRAZILIAN MONETARY POLICY

Abstract

The main purpose of this paper is to analyze the variations in the credibility of the Brazilian monetary policy between the years of 2011 and 2018, highlighting the shifts in the presidency of the Central Bank of Brazil. This main purpose can be divided into other two: i) measuring the credibility of the Brazilian monetary policy between the years of 2011 and 2018; ii) analyzing whether the theory proposed by Rogoff (1985) could be applied to the Brazil during this period. Rogoff's theory states that appointing a "conservative" to head the Central Bank

tends to increase the monetary policy credibility. The results shows a great deal of variability of the credibility index, along with more stability during Goldfajn's term in opposite to Tombini's. The article concludes that Rogoff's hypothesis should only be considered as true after analyzing the whole picture, since conjunctural factors would greatly interfere in the index variations.

Keywords: Monetary policy credibility; inflation targeting regime; Central Bank of Brazil; Selic; IPCA.

Referências

- Abreu, M. P. (2014). *A Ordem do Progresso: dois séculos de política econômica no Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Alves, P. G. (2012). *Medindo a credibilidade do banco central brasileiro*. 35 p. Dissertação (mestrado) - Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós- Graduação em Economia.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2018). *Taxa Selic*. Recuperado de <https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2019). *Relatório de Inflação*, 21(3) set.
- Barbosa Filho, F. H. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31(89), 51-60. Instituto Brasileiro de Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.
- Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1), pp. 101-121.
- Bernanke, B., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation targeting: a new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), 97-116.
- Bresser-Pereira, L. C. (2018). Capitalismo financeiro-rentista. *Estudos Avançados*, 32(92).
- Cagnin, R. F., Prates, D. M., Freitas, M. C. P. de, & Novais, L. F. (2013). A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). *Novos estudos CEBRAP*, (97), 169-185.
- Carvalho, L. (2018). *Valsa brasileira: do boom ao caos econômico*. Editora Todavia. 192 p.
- Croushore, D., & Koot, R. S. (1994). A measure of federal reserve credibility. *Journal of Policy Modeling*, 16 (2), 215-231.
- Debortoli, D., & Lakdawala, A. (2016). How credible is the federal reserve? *A structural estimation of policy re-optimizations*. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 8(3), 42-76.
- De Mendonça, H. F. (1999). A independência do Banco Central: uma análise comparativa entre as visões de Rogoff e Walsh. *Revista Nova Economia*, Belo Horizonte 1 91(21).
- De Mendonça, H. F. (2004). Mensurando a Credibilidade do Regime de Metas Inflacionárias no Brasil. *Revista de Economia Política*, 24(3), 95.

De Mendonça, H. F. (2006). Transparência, condução da política monetária e metas para inflação. *Revista Nova Economia*, 16(1), 175-198.

De Mendonça, H. F., & Inhudes, A. (2010). Transparência do Banco Central: uma análise para o caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 30 n. 1, p. 159-177 Recuperado de <http://www.scielo.br/pdf/rep/v30n1/v30n1a10.pdf>.

Demertzis, M., Marcellino, M., & Viegli, N. (2012). A credibility proxy: Tracking US monetary developments. *The BE Journal of Macroeconomics*, 12(1).

Dias, L. C., & Camargos, L. K. C. (2017). Um Brasil dividido: consequências da financeirização e da crise política das últimas duas décadas na economia. *Revista Multiface*, 5(1), 77. Recuperado de <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/multiface/article/view/3749>

Giovannetti, L. F., & Carvalho, L. (2015). *Distribuição de renda, mudança estrutural e inflação de serviços no Brasil*. In Encontro Nacional de Economia, 43. Florianópolis.

Le Heron, E., & Carré, E. (2006). *The monetary policy of the ECB and the Fed: Credibility versus confidence, a comparative approach*. In Financial Developments in National and International Markets. Palgrave Macmillan, London, 77-102.

Martins, N. M. (2017). Política Monetária brasileira nos governos Dilma (2011-2016): o ensaio de ruptura e restauração do conservadorismo. In *Texto para discussão discente 001*. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.

Mishkin, F. S. (1999). *International experiences with different monetary regimes*. NBER working paper series, nº 7044.

Rogoff, K. (1985). *The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target*. *The quarterly journal of economics*, 100(4), 1169-1189.

SENADO FEDERAL. (2018). Recuperado de <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materia/-/materia/127337>

Sicsú, J. (2002). Expectativas Inflacionárias no Regime de Metas de Inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. *Economia aplicada*, 6,(4),703-711.

Silva, L. S. (2018). *Política monetária no Brasil: determinantes da credibilidade do Banco Central no regime de metas de inflação no período 2002-2016*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil.

Singer, A. (2015). O ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). *Revista Novos Estudos* 102.

Svensson, L. E. O. (1999). Inflation targeting as a monetary policy rule. *Journal of Monetary Economics*, 43 (june), pp. 607-54.

Walsh, C. E. (2003). *Monetary Theory and Policy*. MIT Press, second edition.

Yellen, J. L. (2006). *Enhancing fed credibility*. *Business Economics*, v. 41, n. 2, p. 7-13.