

2011-2017: MENSURAÇÃO DA CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA E O COMPORTAMENTO DAS TAXAS DE INFLAÇÃO E SELIC

Carolina Coelho Ferreira (carol.coelho2@hotmail.com)

Lázaro César Dias (lzar.cezard@gmail.com)

Vinícius Fernandes de Assis (assis.viniciusf@gmail.com)

RESUMO

Este artigo busca analisar as entrelinhas da relação entre o comportamento da inflação (real e esperada) e da taxa básica de juros na composição e mensuração da credibilidade da política monetária do Banco Central do Brasil, durante governos Dilma (2011-2016) e Temer (2016-2017). Para tal, apresenta uma sucinta revisão bibliográfica sobre Regime Monetário de Metas de Inflação, e credibilidade monetária segundo Rogoff (1985). Os resultados demonstram bastante variabilidade do índice ao longo da série analisada, mas aponta maior estabilidade durante o governo Temer, após a aprovação do *Impeachment* de Dilma Rousseff.

Palavras-chave: Credibilidade monetária. Política monetária. Regime de metas de inflação. Taxa básica de juros.

ABSTRACT

This paper seeks to analyze between the lines the relation between the behavior of inflation (both real and expected) and the basic interest rate in the composition and measurement of the monetary policy of the Central Bank of Brazil, under the governments of Dilma (2011-16) and Temer (2016-17). To do so, it presents a brief bibliographical review about the Inflation Targeting, and monetary credibility according to Rogoff (1985). The results suggest considerable variability of the index throughout the analyzed series, but points out greater stability during Temer government, after the approval of Dilma Rousseff's Impeachment.

Key-words: Inflation targeting. Interest rate. Monetary credibility. Monetary policy.

1. INTRODUÇÃO

É notória a importância de uma boa condução da política monetária na economia de um país. Através de manipulações na taxa básica de juros e causando um impacto nas expectativas de inflação e inflação real, os agentes de política monetária buscam estimular variáveis como consumo e investimento. 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 (BERNANKE; MISHKIN, 1997).

No Brasil, o Regime Monetário de Metas Inflação, doravante RMMI, cumpre este papel. Utilizando a taxa básica de juros (Selic) como instrumento para convergir a expectativa de inflação com a meta estabelecida, a política monetária realizada pelo Banco Central do Brasil (BCB), tenderá a ser tão crível quanto maior for a reputação da autoridade monetária. É importante salientar que as políticas monetária e fiscal têm relação direta. Nesse artigo em questão, trataremos majoritariamente da política monetária do governo brasileiro no período 2011-2017, sua respectiva credibilidade, o comportamento da inflação e da taxa básica de juros.

É através das Atas das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) disponibilizadas periódica e publicamente pelo BCB, que os agentes tornam-se cientes das previsões realizadas para a taxa de juros, de forma a ajustar suas expectativas. O debate sobre transparência no Brasil ganhou relevância a partir da introdução do RMMI. De Mendonça (2006, p.194) afirma que “o fato do BCB preocupar-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.” Ainda em De Mendonça:

É reconhecido que o sucesso de uma política anti-inflacionária depende do nível de confiança que os agentes econômicos depositam na exequibilidade da política anunciada ser implementada e ser cumprida até o fim. Logo, a presença de incerteza torna-se importante elemento para reduzir a credibilidade (DE MENDONÇA, 2006, p.183).

Além desta introdução, o artigo encontra-se estruturado da seguinte forma: na segunda seção, é apresentado o embasamento teórico sobre o RMMI e credibilidade da política monetária. A terceira seção apresenta a mensuração do índice para os governos Dilma e Temer, com base na metodologia proposta por De Mendonça (2004) e mudanças conjunturais na estrutura econômica. A quarta e última seção concluindo o artigo.

2. O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA

A fim de impor restrições à política monetária, as âncoras nominais atuam de forma a “amarrar” as expectativas de inflação, limitando o valor da moeda doméstica e, por conseguinte, mantendo estáveis os níveis de preço. Estão disponíveis, em geral, quatro tipos de âncoras nominais aos agentes da política monetária: meta cambial, meta de inflação, meta monetária e política monetária sem âncora nominal explícita (MISHKIN, 1999). A adoção de um novo regime de âncora nominal por qualquer país do mundo ocorre de forma indissociável à conjuntura política e macroeconômica vivida pelo país no dado período, e o RMMI, desde sua criação na Nova Zelândia ao final da década de oitenta, vem sendo adotado pela vasta maioria dos países industrializados no combate à alta inflação. (BERNANKE; MISHKIN, 1997).

O modelo desenvolvido por Rogoff em 1985, segue ideias de trabalhos anteriores (Kydland, Prescott; 1977), Barro e Gordon (1983); e parte do princípio que a escolha de um presidente conservador avesso à inflação seja condição necessária - não necessariamente suficiente - para a boa condução da política monetária. Tal escolha seria capaz de reduzir a inflação média e além disso, garantir estabilidade monetária que favoreça o crescimento econômico, dada a eliminação de parte do viés inflacionário. Para o autor, a escolha de um representante do mercado financeiro como presidente do Banco Central poderia colaborar à medida que o perfil deste profissional difere, em geral, do perfil médio da população. A população busca maximizar seu salário e almeja baixas taxa de desemprego, e o Banco Central, de acordo com Rogoff (1985, p. 1179, tradução nossa) deve preocupar-se

primeiramente com o controle da inflação comparado às taxas de desemprego: “aumentando o compromisso do Banco Central de combate à inflação, a taxa de inconsistência temporal sobre a inflação salarial será reduzida”. Rogoff critica a adoção de uma regra rígida¹, já que os choques na economia na maioria das vezes são aleatórios e inesperados.

A proposta de Rogoff é relativamente simples. Partindo da ideia de que o governo escolherá um representante que dá grande peso à inflação, comparado ao menor peso atribuído pela sociedade, e levando em conta a estrutura da economia em questão, o incentivo à uma taxa intermediária pode otimizar o hiato entre inflação e desemprego, já que as expectativas serão menores. Duas ressalvas do autor são que o peso dado à inflação é finito e taxas rígidas são apropriadas em caso muito específicos, já que em períodos de taxas muito altas de desemprego, por exemplo, é esperado que políticas públicas que impulsionam o consumo e objetivam geração de emprego e renda sejam propostas e eventualmente elevarão as taxas de inflação. É nesse cenário que bandas inflacionárias podem ser uma excelente aliada para execução de uma política monetária crível.

Posteriormente, Walsh (2003) desenvolveu o modelo de Rogoff (1985) e acrescentou a ideia de que contratos ótimos entre os agentes eliminaria o viés inflacionário presente nos regimes discricionários (Barro e Gordon, 1983). Dado o trade-off existente entre inflação e desemprego, os pesos atribuídos pelos agentes (formuladores de política monetária e público) às essas duas variáveis são, na maioria das vezes, distintos e inversamente proporcionais. Por este motivo, Walsh enfatiza que deve haver uma boa comunicação, em primeiro plano, entre o governo e o Banco Central, e em segundo plano, com o público.

Literaturas posteriores analisaram os modelos de Barro e Gordon (1983) e Rogoff (1985), e mostraram que seguir estritamente um regime de regras nem sempre é suficiente, como aponta De Mendonça em artigo de 1999:

Outro fator relevante diz respeito às críticas quanto à utilização de regras. A principal delas refere-se ao fato de que regras não podem fazer restrições a todos os tipos de choques que possam ocorrer, uma vez que elas restringem

¹ Ver Barro e Gordon, 1983.

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 (DE MENDONÇA, 1999, p.78).

O RMMI possibilita aos bancos centrais, assim, certa discricionariedade na condução dos seus instrumentos operacionais. Segundo Bernanke e Mishkin (1997), o RMMI, além de garantir maior transparência, se caracteriza mais como uma estrutura, e portanto não deve ser considerado estritamente um regime de regras. Esta flexibilidade pode ser observada através das bandas inflacionárias, que permitem que a inflação flutue em torno da meta, estabelecendo limites inferior e superior. Quanto mais larga for a banda, mais flexível será a política monetária, uma vez que aumentará a probabilidade da meta ser alcançada. Em contrapartida, tal alargamento da banda impactaria negativamente na formação das expectativas dos agentes (DE MENDONÇA, 2006).

No Brasil, o RMMI objetiva convergir a taxa de inflação, calculada através do IPCA², para a meta de inflação pré-estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional³. Para tanto, o BCB, através das reuniões do Copom⁴, faz uso de sua autonomia operacional, alterando a taxa básica de juros da economia brasileira (taxa Selic⁵), de forma que a inflação seja controlada próxima à 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.”

A formação de expectativas dos agentes econômicos impacta na credibilidade de uma política monetária, e a reputação do BCB, por sua vez, é construída ao longo do tempo, e será tão maior quanto menor forem os desvios ocorridos nas metas

² Índice de Preços ao Consumidor Amplo.

³ O Conselho Monetário Nacional é composto pelos Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e Presidente do Banco Central do Brasil.

⁴ As reuniões do Copom ocorrem oito vezes ao ano e o comitê é formado por nove membros, sendo oito diretores de áreas do BCB, mais o seu Presidente. Ao final de cada encontro, é definida a meta da taxa Selic e divulgado o relatório de inflação. Assim, o comitê objetiva cumprir as metas de inflação através da alteração na taxa Selic (BCB, 2018).

⁵ Define-se Taxa SELIC como a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), com lastro em títulos federais. Fora instituída pela Circular no 2.900, em 24/06/1999 (BCB, 2018).

anteriores (Rogoff, 1985). As expectativas dos agentes são formadas de acordo, em alguns casos, até antes da escolha do presidente do BCB. Países de instabilidade política como é o caso do Brasil, terão de lidar com as expectativas ex-ante⁶ e ex-post do público, dada a grande incerteza presente no mercado financeiro.

Para Sicsú (2001), políticas monetárias com credibilidade poderão existir apenas se advindas de uma autoridade monetária com alta reputação. Uma baixa reputação, por outro lado, torna inviável a credibilidade da política a ser aplicada. A credibilidade é, desta forma, afetada diretamente pelo grau de transparência do regime. De Mendonça descreve a respeito dos benefícios de um regime com transparência:

- i) redução de incerteza – consequência do fato de que a transparência da política monetária foca a estabilidade de preços, contribuindo para a obtenção de menor inflação média e maior estabilidade financeira;
- ii) aumento da responsabilidade na condução da política monetária – a transparência serve como proteção para a política monetária diante das pressões de natureza política (DE MENDONÇA, 2006, p.186).

Uma das ferramentas de transparência utilizadas pelo BCB, que visam reduzir a incerteza, é a publicação do Relatório Focus, adotado a partir de janeiro de 2001. A análise do relatório é feita de forma que o sucesso no controle da inflação ao longo de anos anteriores levará os agentes a acreditar, ou seja, formar suas expectativas, que a política monetária adotada pelo BCB será bem-sucedida no controle da inflação futura.

3. MENSURANDO A CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA

Neste artigo, a mensuração da credibilidade da política monetária do BCB será realizada com base em metodologia proposto por De Mendonça (2004). Este índice, segundo o autor, atende às recomendações de Svensson (2000), no sentido de que a credibilidade pode ser medida pela diferença entre a inflação esperada e a meta.

⁶ Os chamados juros reais ex-post referem-se a períodos passados, enquanto os juros reais ex-ante são aqueles esperados para períodos futuros. A taxa real ex-post da economia brasileira pode ser calculada como a taxa Selic efetiva acumulada nos últimos 12 meses, descontada a inflação acumulada no mesmo período. Já a taxa ex-ante é medida pela expectativa de taxa de juros futuros. (BCB, 2018).

Este índice foi escolhido devido a sua adequação ao regime de metas de inflação vigente no Brasil.

O índice proposto no artigo é normalizado e varia entre 0 e 1, contemplando os desvios da inflação esperada em relação à meta de inflação. Aponta credibilidade máxima ($IC=1$) quando a expectativa de inflação é igual à meta central anunciada, e no outro caso extremo, informa credibilidade nula ($IC=0$), caso a expectativa seja maior ou igual à banda máxima de tolerância, ou menor ou igual à banda inferior. Decresce de forma linear à medida que a expectativa inflacionária se distancia da meta anunciada, ou seja, o índice de credibilidade apresenta um valor entre 0 e 1 caso a expectativa de inflação esteja contida entre os limites máximo e mínimo estabelecidos para o período. Desta 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: $E(\pi)$ é a expectativa de inflação; π_t é a meta central de inflação anunciada para o período; e π_t^* é referente à banda de inflação superior (π_{tMAX}^*) ou inferior (π_{tMIN}^*).

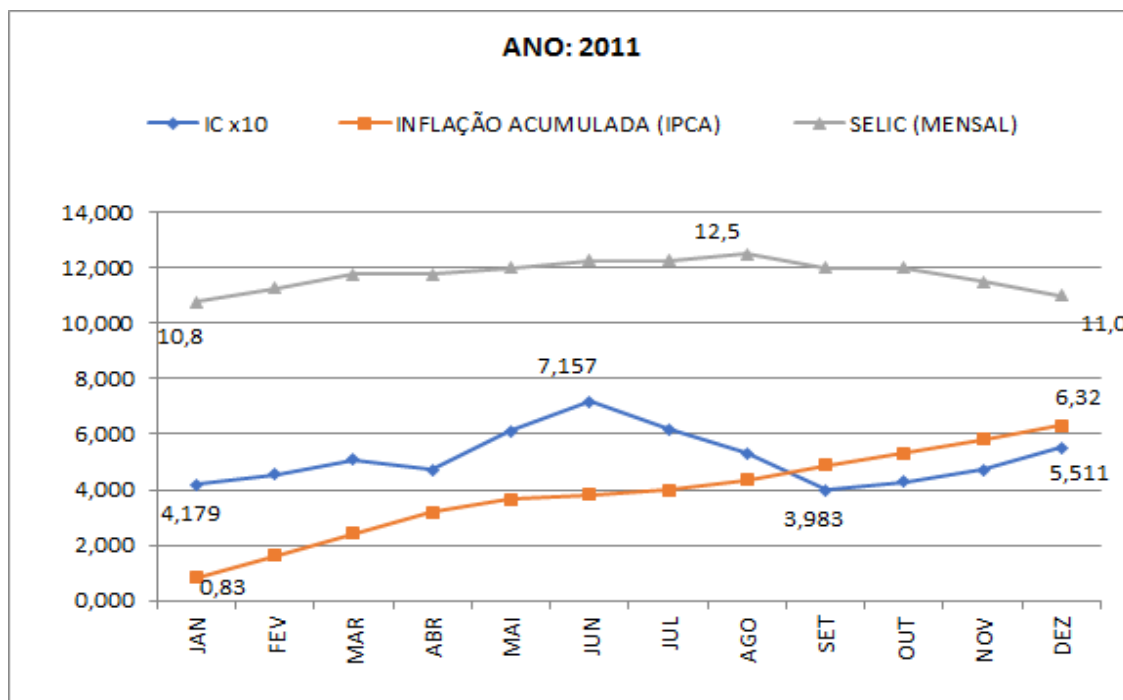
No Brasil, as expectativas de inflação são obtidas através da Pesquisa de Expectativas de Mercado e divulgadas pelo relatório Focus, conforme exposto no *site* do BCB:

A Pesquisa de Expectativas de Mercado foi iniciada em maio de 1999, como parte da transição para o regime de metas para a inflação. 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 (BCB, 2018).

As séries históricas sobre as expectativas podem ser acessadas pelo Sistema de Expectativas do Mercado. O período contemplado nesta análise vai de janeiro de 2011 a dezembro de 2017. Os dados têm frequência mensal, totalizando 84

observações. Os resultados do índice podem ser observados nos gráficos que plotam o comportamento da credibilidade⁷, inflação mensal acumulada, e taxa Selic ao longo da série, apresentados a seguir:

Gráfico 1 - Comportamento do índice de credibilidade, inflação anual acumulada e Selic para o ano de 2011.



Fonte: IPEA, BCB. Elaboração própria.

A condução do Banco Central ao longo dos governos do ex-presidente Lula ficou à cargo de Henrique Meirelles, que presidiu o órgão por oito anos. Ao assumir em 2011, Alexandre 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, a redução da taxa básica de juros em agosto do mesmo ano remava contra a maré da lógica rentista, e provocou estranhamento em grande parte dos analistas do mercado financeiro e dos amparados pelos dividendos provenientes de aplicações financeiras (DIAS E CAMARGOS, 2016; MARTINS, 2017). A inflação acumulada em 2011 foi de 6,32%. É natural pensar que essa incerteza provocaria um efeito nas

⁷ O índice de credibilidade, nos gráficos apresentados foram multiplicados por 10, para garantir melhor visualização de seu comportamento pelos leitores.

expectativas de mercado e possivelmente afetaria a credibilidade da política monetária do Banco Central do Brasil:

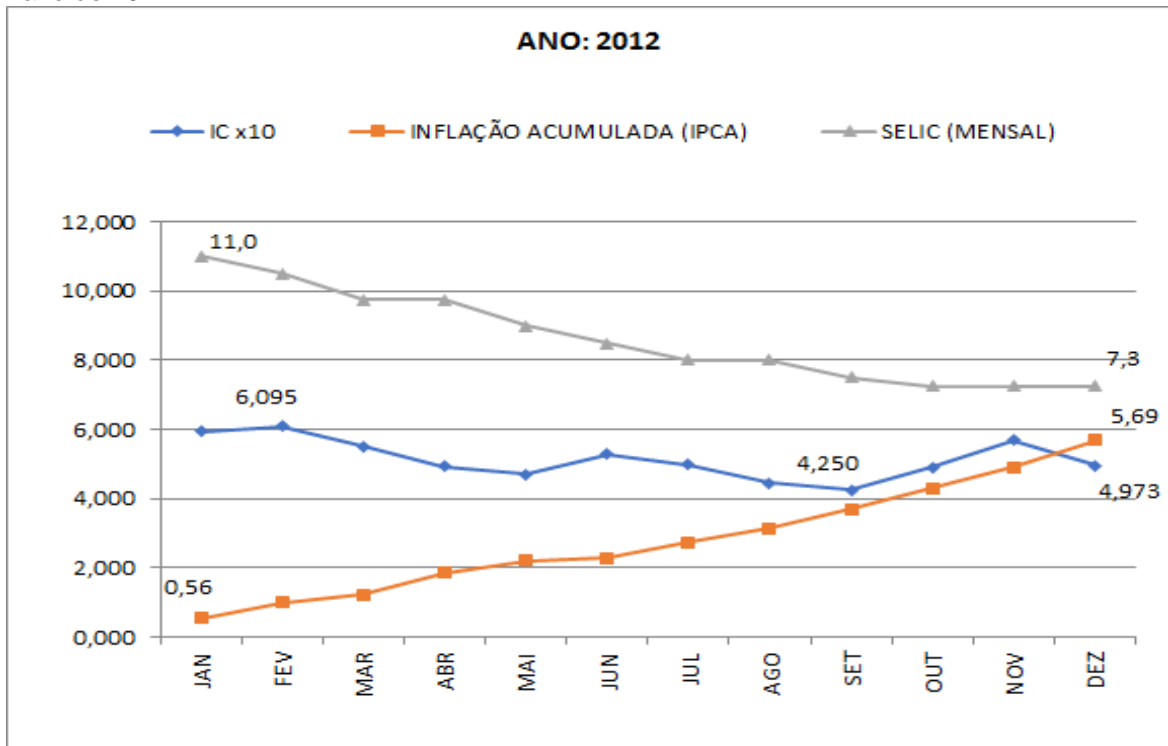
‘Decisão do Copom choca mesa de economistas’, noticiava o jornal Valor Econômico, em 31 de agosto de 2011. A chamada se referia à decisão há pouco tomada pelo Copom de reduzir em 0,5 pontos percentuais a taxa Selic. Ela ocorreu na contramão das expectativas de economistas do mercado financeiro e foi 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 (MARTINS, 2017, p. 10).

O trabalho econométrico de Giovannetti e Carvalho (2015), através de um modelo do tipo vetor auto-regressivo, provaram empiricamente que a valorização dos salários ao longo 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 maximizar seu lucro, repassaram tais custos aos preços dos serviços. Esse fenômeno é histórico e se dá pelo fato de que a economia brasileira tem alto grau de indexação⁸ e inércia inflacionária.

Há uma clara deterioração da credibilidade atribuída à política monetária a partir de julho de 2013, que segue baixa durante todo o ano de 2014. O ano de 2015 encerra com credibilidade zero, Selic em 14,25% e pico inflacionário de 10,19%. Nota-se, no entanto, a tendência ascendente do índice de credibilidade a partir do segundo semestre de 2016, data em que ocorria a fase final do processo de *impeachment* de Dilma Rousseff. Os agentes econômicos parecem responder de forma positiva tanto à mudança de gestão presidencial, quanto à nomeação de Ilan Goldfajn, economista ex-chefe do banco Itaú, para comandar o BCB.

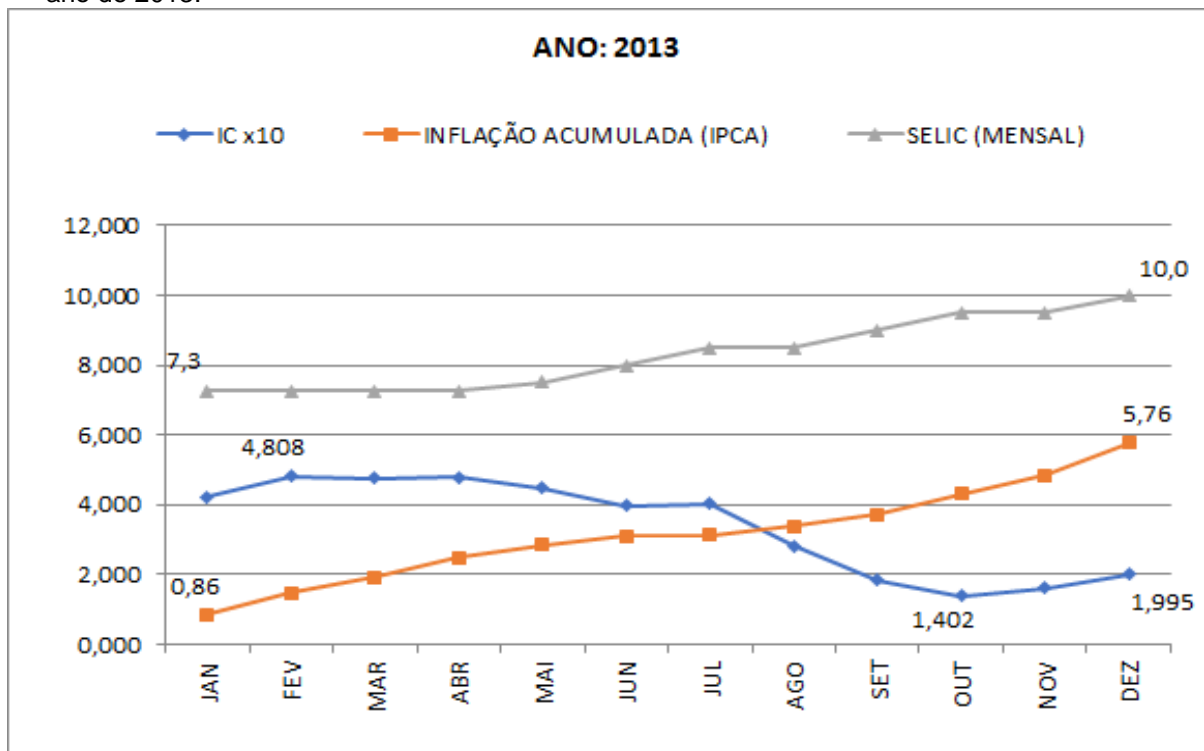
⁸ Para mais informações a respeito do perfil de indexação da economia brasileira, ver *A Ordem do Progresso: Dois séculos de política econômica no Brasil*, capítulos 12, 13, 14 e 15.

Gráfico 2 - Comportamento do índice de credibilidade, inflação anual acumulada e Selic para o ano de 2012.



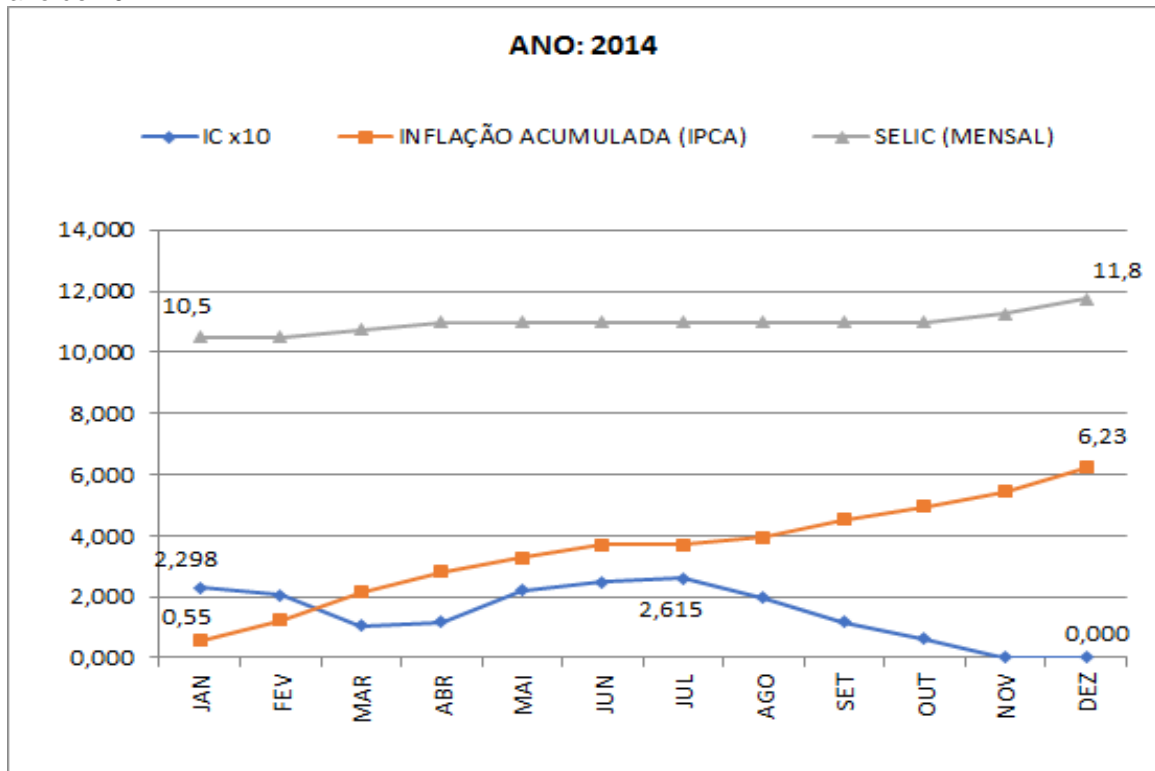
Fonte: IPEA, BCB. Elaboração própria.

Gráfico 3 - Comportamento do índice de credibilidade, inflação anual acumulada e Selic para o ano de 2013.



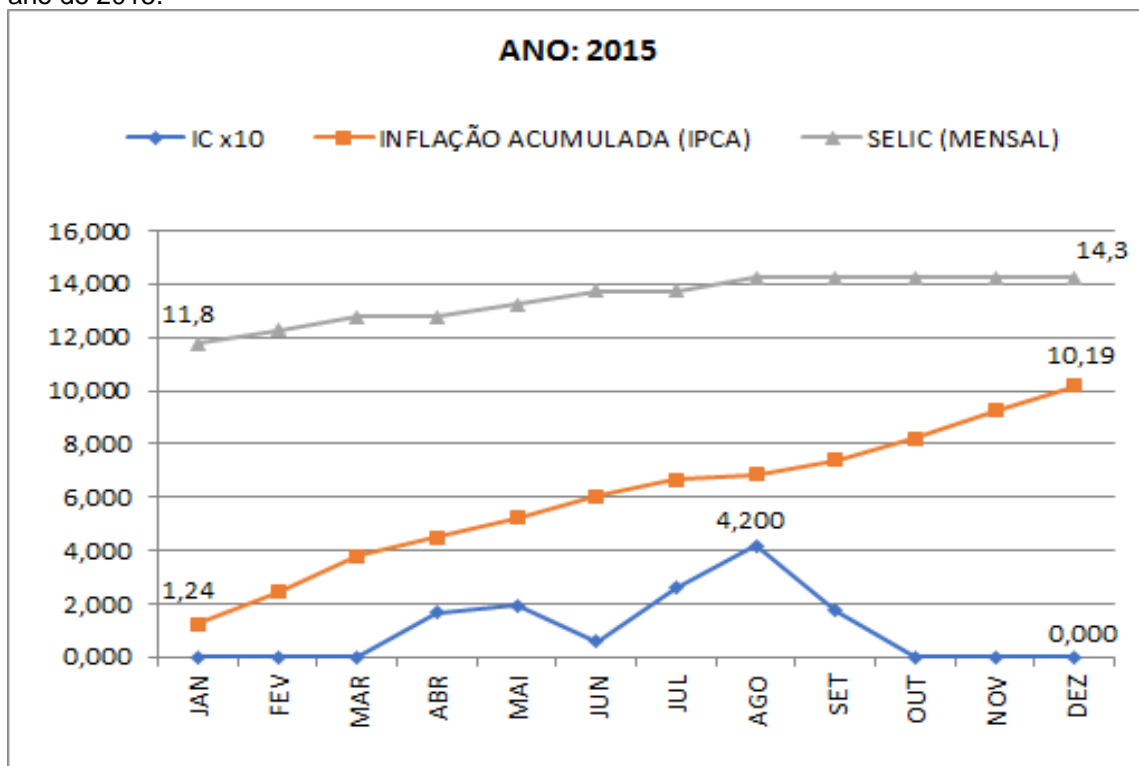
Fonte: IPEA, BCB. Elaboração própria.

Gráfico 4 - Comportamento do índice de credibilidade, inflação anual acumulada e Selic para o ano de 2014.



Fonte: IPEA, BCB. Elaboração própria.

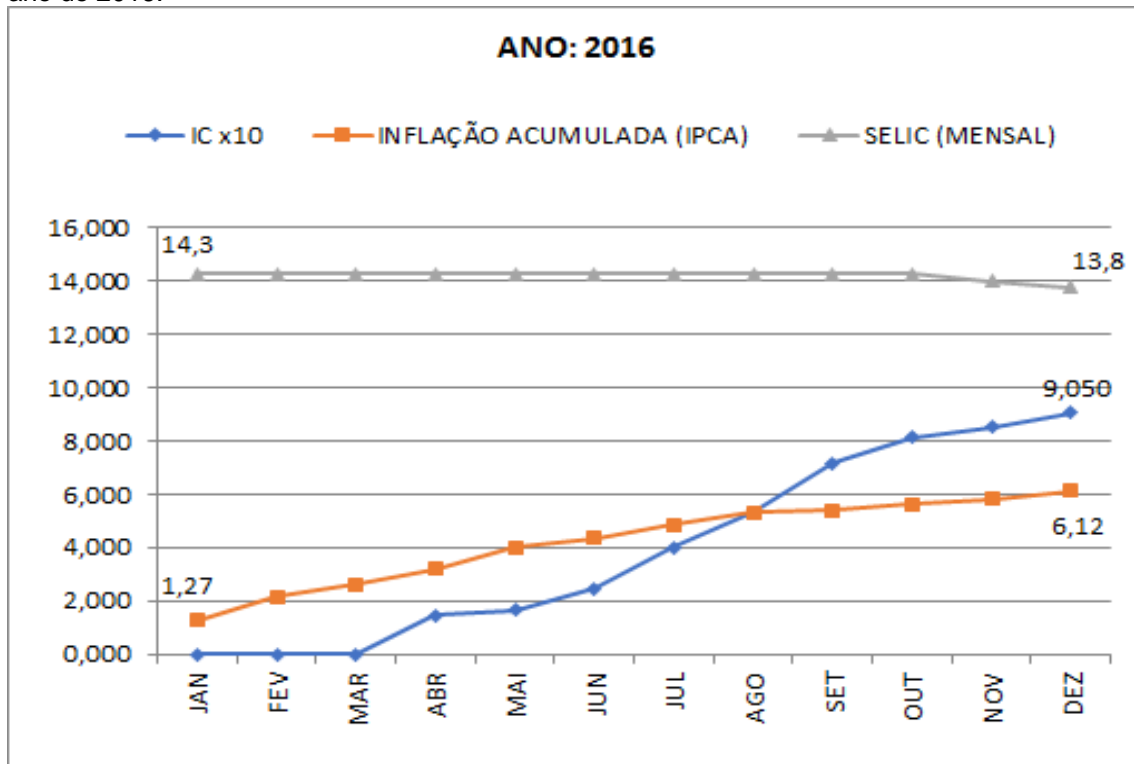
Gráfico 5 - Comportamento do índice de credibilidade, inflação anual acumulada e Selic para o ano de 2015.



Fonte: IPEA, BCB. Elaboração própria

O BCB iniciou o ano de 2015 com credibilidade nula. Um pequeno ganho de credibilidade é observado entre o terceiro e quarto mês, mas que não ultrapassa a casa de 0,42. É importante também observar que mesmo a baixa credibilidade não se sustenta ao longo do ano, e retorna a zero em outubro. Após este período a política monetária segue com credibilidade nula até abril de 2016. Barbosa Filho (2017) atribui a perda de credibilidade do Banco Central ao comportamento inconsistente da política monetária, relacionado aos esforços da Nova Matriz Econômica, proposta em 2011-2012.

Gráfico 6 - Comportamento do índice de credibilidade, inflação anual acumulada e Selic para o ano de 2016.



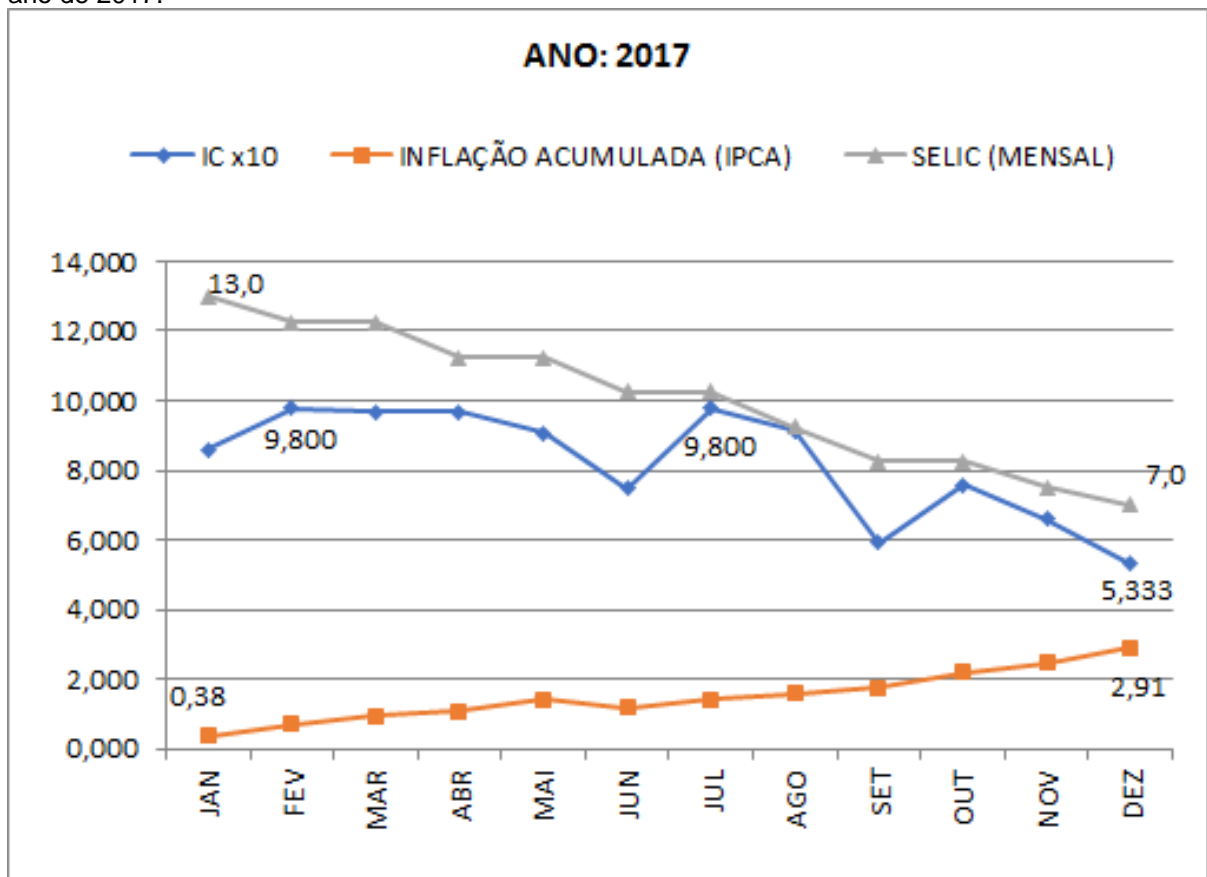
Fonte: IPEA, BCB. Elaboração própria

O atual presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn, munido da manobra de redução da taxa de juros e apoiado pela aprovação da PEC do Teto dos Gastos Públicos⁹ no

⁹ PEC 55: Proposta de Emenda Constitucional número 55, 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 pagos 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.

final de 2016, conseguiu manter a credibilidade da política monetária acima da média (0,5) entre agosto de 2016 e outubro de 2017, uma vez que a inflação vem apresentado um comportamento abaixo das taxas de inflação pré-*impeachment*. A desaceleração da inflação em 2017, segundo Carvalho, ocorreu por uma combinação de fatores: “apreciação do real, desemprego elevado e salários em

Gráfico 7 - Comportamento do índice de credibilidade, inflação anual acumulada e Selic para o ano de 2017.



Fonte: IPEA, BCB. Elaboração própria

queda, e fim do efeito dos choques de preços administrados e de alimento” (CARVALHO, 2018, p. 173). A Reforma da Previdência é apontada por alguns economistas como uma discussão urgente, e que certamente terá destaque nos próximos anos, devido ao grande orçamento da União despendido no processo, que

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, 2018)

em 2018 já representa quase 40% do valor arrecadado pelo governo (BARBOSA FILHO, 2017).

4. CONCLUSÃO

O presente artigo analisou o comportamento, no período 2011 a 2017, da credibilidade da política monetária do Banco Central do Brasil, da inflação anual acumulada e da taxa Selic. Atribui-se baixa credibilidade à implementação de políticas monetárias inconsistentes, observadas principalmente entre os anos 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 políticas monetárias do governo Lula aparentemente foram capazes de agradar tanto os rentistas, quanto os empresários do ramo industrial (SINGER, 2015). Tarefa que a presidente 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, de Nova Matriz Econômica e, por outros, como Agenda Fiesp (DRUMOND, 2015; CARVALHO, 2017; MARTINS 2017). Em outubro de 2012, a taxa Selic teve drástica baixa (7,25% a.a). Em nota, o Copom atribuiu a mudança e baixa histórica da taxa básica de juros à iminente e aparentemente permanente crise do cenário externo. Iniciativa que “teria sido capaz de minar a credibilidade do Banco Central” perante o mercado financeiro no período 2011-2012 (MARTINS, 2017, p. 12).

Dilma Rousseff assume o governo em 2011, indicando Alexandre Tombini para a presidência do Banco Central. Nota-se uma queda brusca na credibilidade em agosto do mesmo ano, mês em que o BCB inicia sucessiva redução da taxa básica de juros, em consonância com a política fiscal contracionista do governo e a subsequente busca pela redução do hiato existente entre a Selic e os juros praticados internacionalmente. O índice mantém-se com poucas alterações até o segundo semestre de 2013, quando, em resposta à aceleração do processo inflacionário, o BCB retoma o aumento da taxa Selic. Em entrevista ao jornal O Globo (2013) a respeito da alta da inflação, Tombini ponderou: “a inflação nos

preocupa a curto prazo, está mostrando uma resiliência forte, mas não é o caso de descontrolar inflacionário. A nossa expectativa é que ela continue pressionada no primeiro semestre. A inflação de 2013 ficará menor do que em 2012, porém a situação não é confortável.”

O segundo biênio do primeiro governo Dilma seguiu um caráter mais conservador de condução da política monetária, que vai de encontro à tese de Rogoff, já citada neste artigo; e remetia à atuação de Henrique Meirelles ao longo dos mandatos do ex-presidente Lula. Numa conjuntura onde a redução da banda inflacionária do RMMI de 2,0% para 1,5% pedia por uma política monetária mais rígida, Tombini visava recuperar a reputação abalada nos primeiros dois anos frente ao BCB. No entanto, o índice de credibilidade persistiu em baixa. Deste modo, a troca de gestão é bem vista pelos agentes econômicos e reflete sobre as expectativas de inflação mais contidas, que retorna em ganhos de credibilidade. O artigo, *A crise econômica 2014/2017*, aponta inconsistências operacionais na gestão de Tombini à frente do BCB.

A política de valorização da Petrobrás, ainda no primeiro mandato Dilma, não alcançou os resultados esperados, gerou muitos custos ao Estado, e não foi acompanhada por crescimento econômico (BARBOSA FILHO, 2017). A condução negligente da política de preços dos derivados do Petróleo no Brasil, acarretou prejuízo à empresa estatal, o que causou ainda mais instabilidade político-econômica no país, elevação do risco país e crescimento da incerteza. A mudança da presidência do Banco Central e medidas econômicas mais contra-cíclicas e conservadoras, anunciadas pós-impeachment culminaram numa contínua manutenção do índice de credibilidade, como pôde ser observado nos gráficos de 2016 e 2017.

Com a aproximação das eleições presidenciais em 2018, os ânimos da população ficam mais agitados, e as expectativas dos agentes do mercado financeiro, mais elásticas. O último relatório Focus¹⁰ apresenta expectativas para o IPCA de 4,15% (ainda dentro da meta anual), um crescimento do PIB de 1,49% - menos da metade prevista antes da greve dos caminhoneiros realizada em maio deste ano -, e a Selic

¹⁰ Focus, 13 de agosto de 2018. BCB.

ainda em 6,15%. O mesmo relatório, que também traz as expectativas de crescimento econômico para o próximo ano, prevê aumento - bastante otimista - do produto interno bruto em 2,5%. Caso ocorra um aumento significativo da inflação ao longo do segundo semestre, é papel do BCB, como aponta a bibliografia do tema, mostrar-se avesso a este processo, garantindo estabilização dos preços e credibilidade no cumprimento da meta de inflação.

Este trabalho é um esforço que tenta contribuir no entendimento dos últimos mandatos presidenciais, mas faz-se importante ressaltar a limitação desta análise de expectativas dos agentes do mercado financeiro, taxas de inflação e Selic, desvinculada do viés político nesse emaranhado de variáveis presentes no cenário econômico nacional.

5. REFERÊNCIAS

ABREU, M. P. **A Ordem do Progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. 441 p.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em: abr. 2018

BARBOSA FILHO, F.H. A crise econômica de 2014/2017. **ESTUDOS AVANÇADOS**, nº 31, Instituto Brasileiro de Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2017.

BARRO, R. J. & GORDON, D. B. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. **Journal of Monetary Economics**, v. 12, n. 1, pp. 101-121, jul. 1983.

BERNANKE, B.; MISHKIN, F. S. "Inflation targeting: a new framework for monetary policy?" **Journal of Economic Perspectives**, v. 11, n. 2, pp. 97-116, 1997.

CAGNIN, R.F.; et. al. Gestão Macroeconômica do Governo Dilma (2011 e 2012). **Novos Estudos** 97. pp. 169-185, nov. 2013.

CARVALHO, L. **Valsa Brasileira: do boom ao caos econômico**. Editora Todavia, 2018. 192 p.

DE MENDONÇA, H. F. A independência do Banco Central: uma análise comparativa entre as visões de Rogoff e Walsh. **Revista Nova Economia** | Belo Horizonte | v. 9 | n. 2 | 1 dez. 1999.

_____. Mensurando a Credibilidade do Regime de Metas Inflacionárias no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 24, nº 3 (95), jul-set. 2004.

_____. Transparência, condução da política monetária e metas para inflação. **Revista Nova Economia**, nº 16, jan-abr. 2006.

DIAS, L.C.; CAMARGOS, L.K.C. **Um Brasil dividido: consequências da financeirização e da crise política das últimas duas décadas na economia.** Revista Multiface v. 5 n. 1. 2017.

EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>> Acesso em abr. 2018.

GIOVANNETTI, L.F.; CARVALHO, L. **Distribuição de renda, mudança estrutural e inflação de serviços no Brasil.** Julho 2015. Disponível em <<https://www.researchgate.net/publication/280574165>>. Acesso ago de 2018.

HEINER, F. Exchange rate determination and the flaws of mainstream monetary theory. **Revista de Economia Política** nº38, 2018.

MARTINS, N. M. **Política monetária brasileira nos governos Dilma (2011-2016): o ensaio de ruptura e a restauração do conservadorismo.** Texto para discussão discente 001 | 2017. Disponível em <http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/discussao_discente/2017/tddie0012017martins.pdf> Acesso em ago. 2018.

MISHKIN, F. S. International experiences with different monetary regimes. **NBER working paper series**, nº 7044, Mar. 1999.

MODENESI, A. M.; ARAÚJO, E.C. **Custos e Benefícios do Controle Inflacionário no Brasil (2000-2008):** uma análise empírica do mecanismo de transmissão da política monetária com base em um modelo VAR. Disponível em: <<https://www.researchgate.net>> Acesso em jul. 2018.

SENADO FEDERAL. Disponível em: <<https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/127337>> Acesso em mai. 2018.

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

TAXA SELIC. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.aspx>> Acesso em: abr. 2018.

WALSH, C. E. Monetary Theory and Policy. **MIT Press**, second edition, 2003.